

Spettabile
CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto, 7
20121 Milano

Milano, 21 luglio 2014

COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE CONCERNENTE LA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI COMPLESSI AI CLIENTI *RETAIL* PUBBLICATO DALLA CONSOB IL 28 MAGGIO 2014

Spettabile Commissione,

Le scriventi associazioni Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento (ACEPI)¹, Associazione fra le Banche Estere in Italia (AIBE) e *The European Structured Products Association* (EUSIPA), *The Joint Associations Committee on Retail Structured Products* (JAC)², a sua volta rappresentante delle associazioni *The International Capital Market Association* (ICMA), *The International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), *The Association for Financial Markets in Europe* (AFME) e la *British Bankers' Association* (BBA), unitamente allo Studio Legale White & Case (Europe) LLP con il cui contributo i presenti commenti sono stati predisposti e coordinati, sono grate per l'opportunità di poter partecipare al processo di pubblica consultazione relativo alla distribuzione di prodotti complessi alla clientela *retail*.

Nella predisposizione del presente documento si è tenuto conto del confronto anche con l'Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti (ASSORETI), con l'Associazione Italiana Intermediari Mobiliari (ASSOSIM) e con l'Associazione Bancaria Italiana (ABI), ma rispecchiano sostanzialmente il giudizio degli scriventi.

Sottoponiamo alla Vostra attenzione i nostri commenti alle proposte di cui al documento di consultazione in oggetto che tengono altresì conto delle esigenze che il costante contatto con gli operatori del mercato ci ha consentito di individuare.

Siamo lieti di poter condividere con codesta spettabile Commissione le nostre riflessioni su una disciplina che riveste fondamentale rilevanza nel contesto globale e nel mercato italiano, in particolare, e le forti preoccupazioni per i prospettati "*interventi di indirizzo concreto*" di cui, come discusso nel presente documento, non si evince una reale necessità, né effettivi presupposti fattuali e normativi.

Si sottolinea, al riguardo, come l'intervento di codesta spettabile Commissione abbia dato origine sia a una proficua riflessione e autovalutazione da parte degli emittenti e degli intermediari operanti nel mercato italiano circa l'efficacia dei sistemi di controllo e delle procedure sinora adottati e la rispondenza degli stessi

¹ Gli emittenti associati ad ACEPI sono: Banca IMI S.p.A., Barclays Bank plc, BNP Paribas, Deutsche Bank AG, Royal Bank of Scotland, Société Générale, e UniCredit Bank AG. I collocatori associati ad ACEPI sono Banca Mediolanum S.p.A. e Poste Italiane S.p.A. Oltre il 90% dei *certificates* e prodotti d'investimento offerti in Italia sono emessi da banche associate ACEPI.

L'ACEPI è membro di EUSIPA - associazione europea "ombrello" creata per promuovere gli interessi del mercato *retail* dei prodotti di investimento - che raggruppa le associazioni nazionali, quali l'ACEPI, con simili finalità.

² *The JAC is sponsored by multiple associations with an interest in retail products. In the first instance, queries may be addressed to ftaylor@isda.org.*

This paper represents the views of members of the JAC with regard to the regulation of retail structured products in the UK and EU. As such, this paper should not be taken to represent views regarding retail structured products in any other jurisdiction.

ai bisogni della propria clientela, sia a una approfondita valutazione da parte degli stessi dei costi/benefici attesi dalle misure proposte, per gli operatori italiani e per i risparmiatori, per vero non esplorata nel dettaglio nel Documento di Consultazione. È, infatti, interesse comune di codesta spettabile Commissione e di tutti gli operatori del mercato di perseguire adeguati *standard* di tutela a favore degli investitori *retail*, tenendo conto della vigente normativa di derivazione comunitaria applicabile, delle linee guida e degli orientamenti delle autorità europee, degli approcci adottati in altri stati europei, nonché – in ultimo ma non per importanza – delle peculiarità del mercato italiano.

Pertanto, in considerazione di quanto sopra, si ritiene opportuno stabilire un confronto, secondo le modalità ritenute più adeguate, tra codesta spettabile Commissione e gli operatori al fine di addivenire a soluzioni condivise e adeguate con riferimento ai livelli di servizi forniti al mercato italiano, alla luce delle esigenze specifiche di quest'ultimo.

Inoltre, ferme restando le riflessioni formulate nel presente documento in merito ai presupposti normativi e di fatto degli interventi prospettati, si segnala che qualsiasi eventuale intervento che codesta spettabile Commissione vorrà proporre dovrà considerare, ai fini della potenziale adesione degli operatori a tali Interventi, le tempistiche e l'entità degli investimenti richiesti agli operatori del mercato per adeguare i propri sistemi interni e che, di conseguenza, non potrà essere efficace che a partire dall'inizio del prossimo anno, in quanto non ricompresi nei *budget/business plan* già approvati dai medesimi operatori per l'esercizio in corso (che, inoltre, potrebbe non necessariamente coincidere con l'anno solare).

Rimaniamo a disposizione per qualsiasi chiarimento o ulteriore approfondimento doveste ritenere opportuno e appropriato.

A tal fine, riportiamo di seguito i contatti di riferimento per il presente documento:

ACEPI - Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento

Dario Savoia - Presidente
T +39 02 700.377.63
E dario.savoia@acepi.it

AIBE - Associazione fra le Banche Estere in Italia

Enrico Tupone – Segretario Generale
T +39 02 80581606
E enrico.tupone@banchestere.it

EUSIPA - The European Structured Investment Products Association

Thomas Wulf - Secretary General
T +32(0) 2550 3415
E secretariat@eusipa.org

JAC - *The Joint Associations Committee on Retail Structured Products, anche per The International Capital Market Association, The International Swaps and Derivatives Association, The Association for Financial Markets in Europe e la British Bankers' Association*

Fiona Taylor, ISDA
T +0044 20 3088 3507
E ftaylor@isda.org

White & Case (Europe) LLP

Paola Leocani
Partner, Milan
T +39 02 00688 350
E paola.leocani@whitecase.com

Ilaria Casciere
Senior Associate, Milan
T +39 02 00688 355
E ilaria.casciere@whitecase.com

Cristiano Martinez
Associate, Milan
T +39 02 00688 319
E cristiano.martinez@whitecase.com

Con osservanza,

Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento (ACEPI)


Dario Savaia
Presidente


Associazione fra le Banche Estere in Italia (AIBE)



Enrico Tupone
Segretario Generale
AIBE

The European Structured Investment Products Association (EUSIPA)


Thomas Wulf
Secretary General
EUSIPA

The Joint Associations Committee on Retail Structured Products (JAC), anche per The International Capital Market Association (ICMA), The International Swaps and Derivatives Association (ISDA), The Association for Financial Markets in Europe (AFME) e la British Bankers' Association (BBA)



Mr. Alderman Timothy R. Hailes, JP

White & Case (Europe) LLP



Paola Leocani - Partner

COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE CONCERNENTE LA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI COMPLESSI AI CLIENTI *RETAIL* PUBBLICATO DALLA CONSOB IL 28 MAGGIO 2014 (IL DOCUMENTO)

Premessa

In relazione alle proposte di codesta rispettabile Commissione di raccomandare l'astensione da parte degli intermediari dalla distribuzione dei prodotti aventi caratteristiche di "complessità molto elevata" e di introdurre ulteriori presidi rispetto a quelli previsti dalla vigente normativa ai fini della distribuzione di prodotti aventi caratteristiche di "elevata complessità" – che, come chiarito di seguito, sul piano fattuale si tradurrebbe anch'essa in una moratoria rispetto a tali prodotti – oggetto di consultazione (gli **Interventi**), si formulano alcune osservazioni di carattere generale, sinteticamente esposte nel prosieguo delle premesse e meglio illustrate nella Sezione I. del presente documento.

Nella Sezione II. si riportano alcune osservazioni puntuali in risposta alle specifiche domande di cui al Documento.

Nella Sezione III. si formulano alcune considerazioni conclusive alla luce dell'analisi svolta nel presente documento.

SINTESI DELLE OSSERVAZIONI E DELLE CRITICITÀ

1. Assenza di situazioni "patologiche" in Italia e adeguatezza dei presidi attualmente in vigore

I presidi di cui alla vigente normativa di derivazione comunitaria appaiono in larga misura adeguati e correttamente attuati in Italia come testimonia anche l'assenza di conclamate e/o significative violazioni della suddetta normativa rilevate da codesta rispettabile Commissione, e la sostanziale irrilevanza in Italia del fenomeno delle contestazioni/reclami della clientela *retail* e del relativo contenzioso giudiziario. Non esistono, pertanto, evidenze che giustifichino o rendano necessario individuare in Italia ulteriori misure generali di protezione rispetto a quelle esistenti e apprestate in sede comunitaria e domestica, e, in particolar modo, la raccomandazione di astensione generalizzata alla distribuzione di prodotti dalla "complessità molto elevata". Potrebbe essere invece opportuno valutare la possibilità per gli intermediari di declinare ancora più efficacemente i suddetti presidi sul piano dell'informativa alla clientela, della *due-diligence* sui prodotti e della valorizzazione del servizio di consulenza (di base) in materia di investimenti.

2. Necessità di coordinamento con la normativa europea vigente e di futura applicazione e con le iniziative di altre autorità competenti

Gli Interventi non appaiono coerenti con (a) i requisiti per l'esercizio dei poteri di *product intervention* attribuiti dal recente regolamento n. 600/2014/EU (c.d. "MiFIR"), (b) i poteri attualmente attribuiti alle autorità competenti dalla normativa europea in materia (MiFID e direttiva attuativa della MiFID), (c) l'approccio suggerito dall'ESMA nell'*opinion* "MiFID practices for firms selling complex products" del 7 febbraio 2014 e nell'*opinion* "Good practices for product governance arrangements" del 27 marzo 2014..

3. Necessità di *peer review* e di rispetto del divieto di *gold plating*

L'intervento di codesta rispettabile Commissione non sembra tenere in considerazione l'esplicito divieto di *gold plating* statuito a livello primario. La distribuzione di "prodotti complessi" è infatti disciplinata da normativa di armonizzazione massima ed è, quindi, soggetta al suddetto divieto di *gold plating*, applicabile anche alle iniziative "*di indirizzo concreto*" quali i prospettati Interventi.

Pertanto gli Interventi devono essere coerenti con (a) le iniziative intraprese (anche al fine di tener conto dei principi espressi dall'ESMA nelle summenzionate *opinion*) da altre autorità regolamentari europee che sono, difatti, intervenute al fine di verificare che le procedure adottate dai soggetti da esse vigilati fossero coerenti

con gli *standard* di tutela previsti a livello europeo, e (b) l'approccio applicativo seguito nei principali paesi UE, tenendo al tempo stesso in considerazione le specificità e peculiarità strutturali del nostro mercato finanziario, al fine di assicurare un effettivo livellamento del campo di gioco e l'armonizzazione delle prassi di vigilanza.

4. Forti limitazioni all'offerta per gli investitori

Gli Interventi devono tenere conto del loro possibile impatto – ove attuati nei termini proposti nel Documento – in termini di drastica riduzione di opportunità di investimento per gli investitori *retail*, i quali si rivolgerebbero comunque per il relativo soddisfacimento anche a proposte di investimento provenienti da altri mercati (anche non comunitari e quindi spesso meno maturi in termini di misure di protezione adottate).

5. Inadeguatezza e parzialità della classificazione dei prodotti complessi

La proposta categorizzazione di prodotti complessi, strumentale all'adozione di presidi di tutela aggiuntivi e non previsti a livello comunitario, appare per molti aspetti inadeguata e per sua natura parziale in quanto non basata per definizione su criteri oggettivi, predeterminati al livello comunitario, e quindi necessariamente fondata su scelte autonome e discrezionali dell'autorità nazionale, non sempre univoche sotto il profilo finanziario.

6. Pregiudizio per gli intermediari italiani vigilati da codesta spettabile Commissione

Gli Interventi devono tenere conto del loro possibile impatto sulla competitività del mercato italiano, degli emittenti e dei collocatori italiani rispetto ai *competitors* stranieri, sia quelli operanti in Italia in regime di libera prestazione di servizi e quindi non soggetti alla vigilanza di codesta spettabile Commissione e agli Interventi, sia quelli operanti in altri mercati europei.

Ne consegue che come le prospettate raccomandazioni (i) non hanno quell'efficacia "oggettiva" (e per prodotto) che pure a esse si vorrebbe attribuire nelle intenzioni del Documento, e (ii) possono determinare una "fuga" degli investitori italiani all'estero e per converso ridurre la capacità del mercato italiano di attrarre risorse finanziarie estere.

7. Impatti economici per emittenti e intermediari/collocatori

Gli Interventi, devono tenere conto del loro possibile significativo impatto sistemico e potenzialmente destabilizzante sulla raccolta degli emittenti e sui ricavi degli intermediari che avrebbero qualora fossero attuati nei termini proposti dal Documento. L'intento di pervenire alla prefigurata raccomandazione, quindi, certamente merita una specifica, ulteriore e attenta ponderazione di costi/benefici (per gli operatori e per i risparmiatori) attesi dalle misure proposte anche in relazione ai costi di *compliance*, potenzialmente traslati sulla clientela *retail*, per gli emittenti che collocano prodotti di propria emissione e per i collocatori di prodotti emessi da terzi, dovuti all'adeguamento dei sistemi di controllo interni e delle procedure relative alla distribuzione dei prodotti complessi in associazione al servizio di "consulenza evoluta", come prospettato dagli Interventi.

SEZIONE I.

OSSERVAZIONI GENERALI AGLI INTERVENTI

1. Efficacia degli attuali presidi di tutela di cui alla vigente normativa di derivazione comunitaria e mancanza di un presupposto anche meramente fattuale che necessiti l'individuazione di presidi di tutela ulteriori e rafforzati da parte di codesta spettabile Commissione

La forte vocazione *retail* del mercato italiano ha indotto gli emittenti e gli intermediari a prestare costante attenzione, soprattutto in sede di attuazione, ai presidi di correttezza e trasparenza previsti dalla normativa MiFID, nei confronti della propria clientela – composta, per la maggioranza – dalla clientela *retail*. A tal

fine, gli intermediari hanno compiuto notevoli sforzi in termini di riorganizzazione interna, gestione dei sistemi operativi, nonché di risorse anche finanziarie e investimenti agli stessi dedicati.

A testimonianza dell'adeguatezza e dell'efficienza delle procedure predisposte dagli intermediari, delle misure e dei presidi allo stato previsti dalla vigente normativa, nonché degli stessi controlli e interventi di vigilanza posti in essere dalla CONSOB, si sottolinea che il mercato italiano non è stato caratterizzato, in questi anni, da patologie o disfunzioni tali da poter incidere sulla stabilità e sull'integrità di quest'ultimo e che possa giustificare, suggerire o rendere nei fatti opportuno o necessario un intervento da parte della CONSOB in termini di raccomandazione generalizzata e preventiva nei confronti degli intermediari sui prodotti complessi come quella proposta nel Documento.

In particolare, e a riprova dell'assenza di una "patologia italiana", non si rileva alcuna evidenza di pregiudizi arrecati alla clientela *retail* dalla distribuzione di prodotti "complessi" prendendo in considerazione, a titolo esemplificativo, perdite significative, reclami, contenziosi, o uno sbilanciamento dei portafogli degli investitori *retail* su tali prodotti³, che sarebbe senz'altro emerso a seguito dell'efficiente, continua e capillare attività di vigilanza caratterizzante l'operato di codesta spettabile Commissione.

Si condivide pertanto quanto espresso dall'ESMA nell'*opinion* "MiFID practices for firms selling complex products" del 7 febbraio 2014, ove viene indicato che:

- (i) il complesso di misure introdotte dalla MiFiD sono ritenute sufficienti, quando vi sia corretta applicazione e adeguata vigilanza sulle stesse, e che la valutazione della introduzione di ulteriori misure diventerebbe eventualmente necessaria solo qualora non siano stati rispettati i *compliance standard* introdotti dalla MiFiD⁴, e
- (ii) le autorità nazionali sono invitate ad adottare "ulteriori misure" che si sostanzierebbero tuttavia in un intervento da parte delle medesime avente a oggetto la vigilanza, secondo concrete indicazioni, sulla qualità delle "*MiFiD practices*" degli intermediari in termini di organizzazione/controlli interni, appropriatezza, adeguatezza e *disclosure*.

2. Necessità di coordinamento con la normativa europea in materia vigente e di futura applicazione (MiFID, direttiva attuativa della MiFID e MiFIR) e con l'approccio suggerito dall'ESMA nell'*opinion* "MiFID practices for firms selling complex products" del 7 febbraio 2014 e nell'*opinion* "Good practices for product governance arrangements" del 27 marzo 2014

Le misure proposte da codesta spettabile Commissione (e, in particolare, le "ulteriori misure" che sembrano, nelle intenzioni di codesta spettabile Commissione, costituire l'effettivo contenuto precettivo del Documento⁵), sebbene siano state inquadrare nella cornice dei futuri poteri di c.d. *product intervention* attribuiti dal recente Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 ("**MiFIR**") alle autorità nazionali (poteri che pure saranno applicabili tra trenta mesi), in realtà se ne differenziano significativamente.

I poteri di "*product intervention*" in capo alle autorità nazionali di cui alla MiFIR non ancora in vigore, presuppongono, tra gli altri requisiti:

- (i) un effettivo, specifico e significativo "market failure",

³ Si veda al riguardo il "*Bollettino Statistico* della CONSOB del 4 marzo 2014. In particolare dalla Tavola 2.1 (pag. 19) emerge che nel 2012 i "titoli derivati" nei portafogli della clientela *retail* ammontavano a 28,7 miliardi a fronte di complessivi 1.270,4 miliardi di titoli (titoli di Stato, azioni, ecc.) detenuti presso intermediari italiani a fronte della prestazione di servizi di investimento e di gestione del risparmio. Anche nei primi quattro mesi del 2013 tale concentrazione appare sostanzialmente in linea con i dati del 2012.

⁴ "ESMA is concerned that although the existing MiFID and MiFID Implementing Directive4 requirements should be sufficient, if correctly applied, supervised and enforced, it appears that compliance standards for the MiFID conduct of business rules (on information to clients, suitability and appropriateness in particular) may have fallen short in a number of cases". Cfr. punto 6 dell'*opinion* "MiFID practices for firms selling complex products" del 7 febbraio 2014.

⁵ Prova ne sia che le domande specifiche poste da codesta spettabile Commissione al mercato riportate in chiusura del Documento, si riferiscono in via sostanzialmente esclusiva a questioni trattate nel paragrafo "Le ulteriori misure".

- (ii) un obbligo di consultazione preventiva con l'ESMA, la *European Banking Authority* (EBA), oltre che con “*l'autorità competente degli altri Stati membri sui quali la misura potrebbe incidere in modo significativo*”. Una "moratoria" generale per il mercato italiano avrebbe, del resto, effetti anche su profili (sana e prudente gestione) che evidentemente sfuggono alle responsabilità ed alle attribuzioni delle autorità dei paesi ospitanti per ricadere *in toto* nelle competenze delle autorità dei paesi di origine degli intermediari interessati. Tuttavia, non ci risulta si sia svolta una tale consultazione nell'ambito dell'iniziativa generale ora prefigurata, con conseguente sostanziale limitazione del fondamentale diritto alla libera circolazione all'interno dell'Unione Europea e del principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni,
- (iii) l'obbligo di evitare ogni effetto discriminatorio per altri stati membri (*ex art. 42, comma 2, lett. d ed e) del MiFIR*).

L'iniziativa di codesta spettabile Commissione si troverebbe, quindi, non solo (e non tanto) ad anticipare l'applicazione di un istituto innovativo come quello della *product intervention* ma, soprattutto, a sancire l'intervento sui prodotti con caratteri di generalità, astrattezza e in via anticipata rispetto alle (vigenti) regole di condotta che governano il rapporto tra intermediario e cliente. Si tratterebbe, in altre parole, non solo (e non tanto) di un'anticipazione di futuri poteri/doveri attribuiti alle autorità di vigilanza sui mercati, quanto piuttosto di un rovesciamento della logica che governerà l'esercizio di quei futuri poteri.

La commercializzazione di prodotti aventi caratteristiche di complessità nei confronti di clientela *retail* rappresenta una delle aree in cui la normativa comunitaria e l'ESMA, quale autorità di vigilanza dei mercati finanziari preposta a livello europeo, sono intervenute in maniera più incisiva, soprattutto alla luce della sempre maggiore diffusione di tali prodotti, negli ultimi anni, presso la clientela *retail*.

Al fine di garantire un adeguato livello di protezione agli investitori, che fosse sostanzialmente “uniforme” a livello europeo e non declinato diversamente a seconda dello stato di residenza dell'investitore, dello stato d'origine degli emittenti o degli intermediari, nonché della normativa applicabile, la Direttiva Prospetti, da un lato, e la MiFID e la direttiva attuativa della MiFID, dall'altro, hanno introdotto specifici e sofisticati presidi - sia sotto il profilo della trasparenza e completezza informativa sia sotto il profilo comportamentale attraverso la individuazione delle regole di condotta applicabili alla prestazione dei servizi di investimento - che sono stati recepiti nel contesto normativo italiano tenendo conto delle relative specificità e la cui applicazione è costantemente e scrupolosamente supervisionata da codesta spettabile Commissione.

Nella stessa ottica di salvaguardia degli interessi della clientela *retail*, la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) contiene talune disposizioni che vanno nella direzione del rafforzamento di tali medesime tutele e strumenti, al momento oggetto di consultazione a livello europeo.

Sempre in un'ottica di armonizzazione massima, l'ESMA si è fatta sempre più attiva nella formulazione di interpretazioni e raccomandazioni di cui le autorità nazionali devono tener conto sia ai fini dell'adozione di future normative, sia dell'efficacia degli interventi a tutela degli investitori .

Le opinion dell'ESMA si presentano in armonia con lo scopo delle varie iniziative assunte in ambito comunitario. L'approccio volto a rafforzare le già solide e adeguate tutele previste dalla vigente normativa comunitaria risulta, infatti, condiviso a livello comunitario (si vedano, *inter alia*, i lavori della Commissione Europea in materia di prodotti di investimento al dettaglio pre-assemblati (*packaged retail investment products* o PRIPs) e le linee guida emanate dall'ESMA sulla *suitability rule*) e in linea con le indicazioni da ultimo fornite dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) nel *Final report on regulation of retail structured products* alle autorità regolamentari degli stati membri, che sono invitate ad adottare un *regulatory toolkit* per presidiare un adeguato livello di protezione a favore degli investitori *retail*.

Si segnala che lo IOSCO avverte circa il “*moral hazard risk*” in cui possono incorrere le autorità nazionali, quali quella belga, ove si cimentino nell’esercizio di realizzare una classificazione di prodotti complessi.⁶

Inoltre, lo IOSCO evidenzia come tutti i cosiddetti “*pre-approval process*” (compresi quelli messi in atto dai *regulators*, nelle varie forme) comportano per tali *regulators* il rischio di *moral hazard* (e conseguente possibile fallimento degli Interventi stessi), inteso come “deresponsabilizzazione” degli investitori *retail* che sono in grado di comprendere i rischi sottesi a un investimento, i quali si sentirebbero invece sistematicamente sollevati dall’onere di informarsi in merito a tali rischi, nell’assunto che il *regulator* abbia in loro vece valutato e “approvato” il prodotto a monte (“*This may lead to less cautious investment behaviour and an increase in the risk of regulatory failure*”).

Appare agli scriventi che i presidi individuati a livello europeo, come interpretati dall’ESMA e – coerentemente con le linee guida interpretative adottate da quest’ultima – dalle autorità nazionali, non presentino lacune, carenze o profili di scarsa coercibilità, né constino violazioni o elevato contenzioso nella materia che ci riguarda sintomatici della mancata o scarsa applicazione da parte degli emittenti e degli intermediari destinatari della normativa o dell’inadeguatezza di quest’ultima o della vigilanza operata dai soggetti preposti che non hanno difatti evidenziato importanti violazioni, né tanto meno endemiche e sistematiche patologie del mercato italiano (che è anzi guardato dall’estero come un efficiente mercato in grado di proteggere la propria clientela *retail* attraverso il comportamento responsabile di emittenti e intermediari e la costante vigilanza dell’autorità).

Per le ragioni di cui sopra e al fine di evitare una situazione di disparità nazionale nel contesto comunitario, non viene attribuito alle singole autorità il potere di adottare raccomandazioni generalizzate e preventive dirette a vietare la distribuzione agli intermediari di una particolare categoria di prodotti finanziari; anzi, le autorità nazionali sono chiamate a supervisionare la corretta attuazione da parte degli emittenti e degli intermediari delle solide e adeguate forme di tutela già previste dalla vigente normativa comunitaria e nazionale.

Si ritiene opportuno riflettere altresì sulla circostanza che anche a livello europeo è in corso un riesame della vigente normativa applicabile in una logica di coerenza tra tutela apprestata in sede di mercato primario e in sede di mercato secondario quanto alla informativa e alle regole di condotta e che si dovrà tenere conto, ad esempio, delle offerte di prodotti che ricadano in uno o più dei casi di inapplicabilità delle disposizioni in materia di offerta al pubblico (di cui all’articolo 100 del Testo Unico della Finanza, per quanto riguarda l’ordinamento italiano). In particolare, trattandosi di situazioni alle quali la normativa associa una ridotta “*need of protection*”, tale da non richiedere neppure la pubblicazione di un prospetto, una loro inclusione nell’ambito degli Interventi avrebbe forse dovuto ricevere una specifica attenzione.

3. Necessità di coordinamento con l’approccio adottato in altri stati membri dell’Unione Europea con riferimento alla distribuzione di prodotti complessi

L’intervento di codesta spettabile Commissione non sembra tenere in considerazione l’espresso divieto di *gold plating* statuito a livello primario.

Né vale richiamare al riguardo scelte simili (per quanto, comunque, meno invasive e generali) assunte da altri paesi. In quei casi, infatti – e l’aspetto ha valenza assorbente – le iniziative assunte dalle autorità estere avevano piena copertura legislativa.

Il riferimento è, fra gli altri, all’iniziativa dell’autorità belga (FSMA) che, dietro specifica delega conferita dal legislatore, già nel 2011, ha invitato a una moratoria volontaria concernente la distribuzione di prodotti particolarmente complessi e più di recente (con il regolamento del 24 aprile 2014) ha vietato la distribuzione al *retail* di assai specifiche categorie di prodotti finanziari, specie assicurativi, di tipo speculativo. L’autorità belga ha assunto le indicate iniziative sulla scorta di una delega di potere attuata mediante normativa di rango primario (*i.e.*, legge del 2 agosto 2002, come modificata dalla legge del 2 luglio 2010, e legge del 30 luglio

⁶ “*IOSCO members should be aware of the moral hazard risks involved in becoming more involved in the establishment of standards for products. Similarly, moral hazard could result from a regulatory determination concerning whether a product or product features are ‘complex.’*” Cfr. IOSCO Regulation of Retail Structured Products Final Report December 2013 (pag. 22).

2013). Con riferimento a tutti gli altri prodotti strutturati distribuiti al *retail* anche in Belgio, il legislatore e la FSMA sono intervenuti, in linea con le iniziative comunitarie, semplicemente rafforzando i requisiti di informativa pre-contrattuale ai fini della distribuzione di tali prodotti e, quindi, nell'ambito dei presidi di tutela già esistenti a favore dell'investitore *retail*.

In linea con l'approccio adottato a livello comunitario e ribadito nelle menzionate *opinion* dell'ESMA, altre autorità regolamentari europee hanno accolto l'invito a prestare particolare attenzione a tale tipologia di prodotti al fine di verificare che le procedure adottate dai soggetti dalle stesse vigilati fossero in linea con gli *standard* attesi a livello europeo. Tali autorità hanno fornito linee guida volte all'individuazione di criteri e *standard* qualitativi di cui tener conto nell'attuazione dei presidi informativi esistenti e, in particolare, nella redazione della documentazione promozionale e di offerta di prodotti complessi⁷.

4. Impatto sulle opportunità di investimento da parte della clientela *retail*

Gli Interventi proposti nel Documento presentano espressamente l'obiettivo di salvaguardare e valorizzare la funzione tipica del risparmio inteso come forma di impiego di una quota di reddito nazionale in investimenti da destinare all'economia reale. Elemento caratterizzante l'investimento sotteso anche alle diverse discipline di settore è la circostanza che vi è un'attesa di incrementare le risorse dedicate allo stesso in funzione dello specifico profilo di rischio rendimento sicché condividiamo con l'affermazione di codesta spettabile Commissione che – in concreto per quanto attiene anche il mercato italiano – una quota di reddito nazionale viene destinata a investimenti aventi diversi profili di rischio/rendimento.

Si rileva che spesso i prodotti c.d. "complessi", oltre ad avere finalità di copertura o protezione del capitale, presentano vantaggi in termini di rendimenti e di diversificazione dell'investimento. Un'eventuale moratoria non renderebbe più accessibili agli investitori residenti in Italia una serie di strumenti che hanno incontrato il favore degli stessi investitori e consentono di perseguire finalità e strategie d'investimento diverse e disegnati per rispondere di volta in volta a diversi scenari di mercato (rialzista, ribassista e laterale), con la conseguenza che le opportunità di investimento nonché la diversificazione degli stessi investimenti per la clientela *retail* verrebbero drasticamente ridotte.

Anche lo IOSCO mette in guardia le autorità nazionali rispetto a tali interventi e, in particolare, in merito al pregiudizio che si arrecherebbe agli investitori *retail* in grado di comprendere "prodotti complessi", i quali "verrebbero privati di significative opportunità di investimento"⁸.

Le evidenze empiriche dimostrano che in Italia i *certificates*, ad esempio, sono stati in grado di generare *performance* positive al verificarsi degli scenari per cui un determinato *payoff* è stato disegnato. Al riguardo, si trasmette in allegato lo studio elaborato dall'ACEPI sulle *performance* storiche di tutti i *certificates* (1406 prodotti) a *Capitale Protetto* e *Bonus* offerti in Italia e giunti a scadenza nel periodo 2004-2012. I risultati di tale studio dovrebbero agevolmente consentire di superare taluni preconcetti e conclusioni raggiunti da analisi basate su campioni ben più esigui (quali l'*Economic report* n.1 del 2013 dell'ESMA "*Retailisation in EU*", basato su un indistinto campione di soli 76 "*structured products*" offerti nell'intera Unione Europea, di cui 10 in Italia), con particolare riguardo alle evidenze emerse in merito ai rendimenti medi alla scadenza (rispetto al sottostante) e alla coerenza tra le *performance* ottenute dai *certificates* e il profilo di rendimento "promesso" e pertanto "atteso". In particolare, dallo studio citato è emerso che in generale, nel periodo 2004 – 2012, (i) il rendimento dei *Bonus Certificates* è stato pari a quello del sottostante nel caso in cui si sia verificato l'evento barriera, e maggiore nel caso di mancato superamento della barriera (Bonus + 2,07%, Bonus Cap + 17,82%, Easy Express + 23,75%), e (ii) per i *certificates* a Capitale Protetto, nei momenti di ribasso del mercato, sia stata efficace la funzione di copertura e di protezione del capitale. Quanto sopra conferma che tali prodotti sono strumenti flessibili e adatti in varie condizioni di mercato che, se

⁷ A titolo esemplificativo, l'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF) francese nei documenti Position AMF n° 2010-05 (*La commercialisation des instruments financiers complexes*) del 15 ottobre 2010, come modificato il 20 settembre 2013, e Position AMF n° 2013-13 (*Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés*) (ivi inclusi i prodotti complessi), esprime la propria posizione in tema di attività promozionali e di distribuzione di prodotti complessi e raccomanda interventi volti ad attuare una tutela ancora più efficace e rafforzata a favore della clientela *retail*.

⁸ "*Retail investors capable of understanding the relevant investment risks will miss relevant investment opportunities*". Cfr. IOSCO Regulation of Retail Structured Products Final Report December 2013 (pag. 21).

opportunamente scelti e detenuti fino alla scadenza, consentono – e hanno finora consentito – agli investitori *retail* di ottenere extra-rendimenti rispetto al sottostante, nei periodi e nei casi esaminati.

Ulteriore probabile conseguenza di tale iniziativa sarebbe la ridotta liquidabilità dei prodotti complessi attualmente nei portafogli della clientela *retail* dovuta a una contrazione drastica del mercato secondario di tali prodotti, con un possibile incremento di reclami degli attuali portatori dei titoli che non potrebbero addivenire ad un agevole disinvestimento negli stessi.

Non è di scarso rilievo avere a mente che la propensione all'investimento della clientela *retail*, ove non soddisfatta dal tradizionale sistema dei capitali domestico e da quei soggetti che, anche grazie ad una logica di, per così dire, sussidiarietà sono più vicini ai bisogni della propria clientela, potrebbe essere soddisfatta da proposte di investimento rinvenibili in altri mercati (anche potenzialmente non comunitari, non di vocazione *retail* e meno maturi, quindi, sotto il profilo delle tutele apprestate), non rientranti nella sfera di vigilanza dell'autorità italiana, e a cui gli investitori potrebbero accedere agevolmente attraverso *internet* (come rivelato nel Documento) e meccanismi di *reverse enquiry*.

5. Profili di criticità nella categorizzazione di prodotti non derivante da criteri e requisiti oggettivi individuati a livello comunitario

Si osserva che gli Interventi poggiano sull'assunto che complessità e rischiosità siano termini sinonimici sicché il concetto di complessità del prodotto presenterebbe una corrispondenza biunivoca con caratteristiche di incomprendibilità del prodotto stesso per quanto concerne il suo funzionamento e i rischi intrinseci, e di più elevata rischiosità dello stesso.

Come sostenuto da codesta spettabile Commissione in passato e anche nel Documento, esistono in commercio prodotti strutturalmente semplici e facilmente comprensibili con riferimento ai meccanismi di *payout* che presentano elevata rischiosità intrinseca (si pensi, ad esempio, a obbligazioni emesse da emittenti con merito di credito medio-basso). La valutazione sulla rischiosità dei prodotti dovrebbe, pertanto, essere condotta caso per caso e non sembra suscettibile di generalizzazioni.

In tal senso, a fronte di un'accezione amplissima a livello comunitario di "prodotto complesso" quale quella dell'ESMA *opinion "MiFID practices for firms selling complex products"* del 7 febbraio 2014⁹, l'individuazione a livello nazionale degli specifici prodotti oggetto degli Interventi, esistendo diverse soluzioni percorribili (anche sotto il profilo squisitamente finanziario ed economico) ove non sia fondata su criteri oggettivi e "normativi" di matrice comunitaria, rischia inevitabilmente di condurre a scelte discrezionali e finanche arbitrarie e facilmente suscettibili di diverse interpretazioni. A titolo esemplificativo, gli Interventi fanno riferimento al criterio di rischiosità connesso all'esistenza di un certo numero di componenti derivative insite nel prodotto, numero che risulterebbe discrezionalmente individuato, come meglio indicato di seguito.

Si rileva che la categorizzazione dei prodotti complessi ai fini della determinazione della loro attitudine alla distribuzione presso la clientela *retail* introdurrebbe elementi di discriminazione tra i prodotti stessi, in particolare, tra obbligazioni con caratteristiche di complessità più o meno elevata e *certificates*, da un lato, e OICR e prodotti assicurativi, dall'altro.

In particolare, stante anche l'assenza di indicazioni normative comunitarie in merito, i criteri alla base delle categorizzazioni proposte da codesta spettabile Commissione nel Documento non appaiono chiari ed esenti da un insito rischio di "sindacabilità", che rende difficile anche comprendere la distinzione operata tra i diversi prodotti inclusi nell'Elenco 1 e nell'Elenco 2.

Si ritiene, in linea generale, che i criteri da utilizzare per misurare il grado di complessità di un prodotto debbano rispettare almeno i seguenti requisiti:

⁹ L'ESMA evidenzia che la "complessità" di un prodotto rappresenta un concetto relativo che dipende dal profilo di rischio-rendimento e dalle altre caratteristiche proprie di uno specifico prodotto.

- (i) essere univoci, oggettivi e non discrezionali: l'esistenza di un margine di discrezionalità esporrebbe gli intermediari a significativi rischi di contenzioso nei confronti degli investitori, oltre che dell'autorità di vigilanza¹⁰, e
- (ii) essere direttamente desumibili dalla documentazione di offerta relativa al prodotto: questo al fine di porre qualsivoglia attore del mercato (sia esso distributore, consulente o investitore) nella condizione di avere diretto accesso ad una tale informazione, senza dovere essere necessariamente dotato di competenze tecniche e di strumentazioni di calcolo sofisticate, tipicamente appannaggio dei soggetti emittenti/produttori.

Si evidenzia, peraltro, che in linea con quanto indicato dall'ESMA, la qualificazione di un prodotto come complesso, conseguentemente alla presenza di alcuno degli elementi individuati come qualificanti la tipologia, non determina *in re ipsa* l'inidoneità assoluta dello stesso prodotto alla distribuzione a clientela *retail*, dal momento che un tale giudizio può essere espresso soltanto in seguito a una valutazione caso per caso dell'adeguatezza di uno specifico prodotto. Un diverso approccio non sarebbe in armonia con l'opinione espressa a livello comunitario.

Fermo restando quanto sopra, seppur si volesse sposare l'assunto che complessità e rischiosità siano termini sinonimici e che acquisti "non consapevoli" si traducano in perdite significative, occorre al tempo stesso considerare – sempre secondo quanto indicato dall'ESMA – che tale rischio sarà, di fatto, un rischio mitigato o annullato qualora tale "prodotto complesso" offra la possibilità di protezione totale o parziale del capitale investito.

Nel prendere atto dell'osservazione formulata da codesta rispettabile Commissione¹¹ circa l'assenza di una corrispondenza biunivoca tra struttura finanziaria e rischiosità di un prodotto, se ne condivide il principio così espresso, vale a dire che i due aspetti (*i.e.*, struttura finanziaria e rischiosità) non siano generalmente legati da una corrispondenza biunivoca. Tuttavia, è altresì vero che detti aspetti non sono del tutto indipendenti l'uno dall'altro e, con riferimento alla protezione del capitale, il rischio che deriva dalla eventualità che il cliente non comprenda le caratteristiche del prodotto o dal fenomeno degli acquisti non consapevoli sarà, di fatto, un rischio di entità assai diversa a seconda che il prodotto esponga l'investitore alla perdita dell'intero capitale, oppure di parte di esso, oppure ancora non lo esponga affatto al rischio di perdita del capitale.

In merito alla specifica identificazione e definizione dei prodotti a "complessità molto elevata" (Elenco 1) e di "elevata complessità" (Elenco 2) si osserva quanto segue.

(A) Criterio del numero delle "componenti derivative"

Non riteniamo che il numero di componenti derivative *embedded* nel prodotto (a prescindere dalla arbitraria identificazione del "numero" stesso di componenti derivative che renda, a prescindere dalla tipologia delle stesse, più o meno complesso/rischioso il prodotto) sia criterio idoneo a rispettare i requisiti di univocità, oggettività e non discrezionalità/sindacabilità almeno per le seguenti ragioni:

- (1) Non esiste una classificazione ufficiale delle componenti derivative: la prassi finanziaria, che è comunque in continua evoluzione, riconosce derivati semplici, strategie, derivati esotici, *stripes* dei derivati, ecc. e uno stesso prodotto può essere correttamente scomposto in modi diversi (e, soprattutto, in un numero diverso di componenti derivative), a seconda della scelta che venga effettuata; la nozione stessa di "componente derivativa elementare" continua a modificarsi nel tempo;
- (2) il criterio del numero delle componenti derivative *embedded* nel prodotto non appare funzionale alla misurazione della complessità o del rischio. Al riguardo, si evidenzia l'uso da parte degli

¹⁰ Peraltro, per quanto concerne i contenziosi verso gli investitori, la materia del contendere (numero di componenti derivative *embedded* in un prodotto) sarebbe così tecnica da dovere essere sostanzialmente decisa nel contesto di consulenze tecniche d'ufficio in corso di causa, esponendo gli intermediari a esiti imprevedibili e assai poco controllabili.

¹¹ Cfr. nota 8 del Documento.

intermediari di parametri che permettano di misurare il rischio per l'investitore – quali l'ISR – che consentono di misurare il rischio sulla base di criteri oggettivi e prestabiliti quali complessità, liquidabilità, rischio.

(B) Criterio della “leva maggiore di 2” (con riferimento all’Elenco 1) o “leva maggiore di 1” (con riferimento all’Elenco 2) (a prescindere dalla arbitraria identificazione del “ratio” stesso di leva che, a prescindere dalla tipologia del prodotto, renda quest’ultimo più o meno complesso/rischioso)

Con riferimento alla leva sottesa a tali categorie di prodotti, si ritiene che tale criterio si presti a diverse interpretazioni e risulti pertanto fuorviante, nonché non in linea con indicazioni di recente espresse dall'autorità di vigilanza nella identificazione di prodotti a leva superiore a quella indicata nel Documento ai fini della relativa ammissione presso sedi di negoziazione (che potrebbero quindi determinare, per le ragioni dianzi indicate, l'insorgere di futuri contenziosi circa le caratteristiche di tali prodotti).

E' evidente che la leva intesa come partecipazione positiva alla *performance* del sottostante (c.d. leva asimmetrica) comporti vantaggi per l'investitore senza esporlo al rischio di perdere il capitale investito.

Rinviando a quanto già esposto al presente paragrafo 5 sul tema, si ritiene che non si possa prescindere dal valutare la potenziale “complessità” di un prodotto alla luce dell'impatto effettivo che tale complessità può avere sulla rischiosità dello stesso.

(C) Criterio relativo ai “credit linked (esposti ad un rischio di credito di soggetti terzi)”

I prodotti astrattamente riconducibili a tale categoria sono eterogenei tra loro sia da un punto di vista finanziario, sia giuridico.

L'esposizione al rischio di credito *di soggetti terzi* può essere raggiunta sia con modalità diverse (fisica o sintetica), sia in misure diverse, con conseguente eterogeneità del grado di rischio per l'investitore.

Peraltro, esistono sul mercato prodotti che prevedono la protezione, anche totale, del capitale investito, anche astrattamente riconducibili alla categoria dei *credit-linked* come individuata da codesta spettabile Commissione, vale a dire che espongono in diversa misura al rischio di credito di soggetti diversi dall'emittente e questo prescindendo da come tale rischio divenga rilevante (ad esempio, come sottostante, azionario, obbligazionario, ecc.). Si tralasciano, peraltro, in questa sede riflessioni circa la insita esposizione al rischio paese dell'emittente (o intermediario presso cui sono depositate le liquidità dell'investitore) che non sarebbe incrementata dall'individuare quale *reference entity* il paese *de quo*; si assisterebbe anzi a un incremento del rendimento realizzabile attraverso siffatta assunzione di rischio insita nel prodotto resa per così dire “palese” e specificamente “remunerata”.

Alla luce di tale diversità e delle considerazioni sopra svolte in merito alla necessità di considerare l'effettivo rischio per l'investitore, appare oltremodo arbitrario raggruppare i prodotti *credit-linked* in un'unica categoria e considerarli in ogni circostanza complessi e quindi rischiosi.

6. Svantaggio competitivo degli emittenti e intermediari/collocatori italiani rispetto ai competitors europei

Gli Interventi proposti nel Documento, ove attuati, rischierebbero di favorire discriminazioni e, in definitiva, di creare un *unlevel playing field* tra il mercato italiano e i mercati esteri, nonché determinerebbero uno svantaggio sistemico dovuto alla riduzione di competitività e appetibilità a livello globale del mercato italiano, con conseguenti effetti pregiudizievoli per gli operatori, ma anche per gli stessi investitori.

Come sopra anticipato le prospettate raccomandazioni non sono applicabili agli intermediari esteri aventi sede in un paese dell'Unione Europea e operanti in Italia in regime di libera prestazione di servizi (vuoi in assenza di succursale in Italia, vuoi nella doppia modalità di libera prestazione di servizi e stabilimento di succursale) e sono quindi inefficaci per gli intermediari esteri, anche solo in termini di “*moral suasion*”.

Ne consegue che gli Interventi non potrebbero evidentemente avere quell'efficacia "oggettiva" (e per prodotto) che pure a esse si vorrebbe attribuire nelle intenzioni del Documento.

7. Impatto sulla raccolta degli emittenti e sui ricavi degli intermediari (anche in termini di costi per la clientela *retail*, per gli emittenti che collocano prodotti di propria emissione e per i collocatori di prodotti emessi da terzi)

Gli Interventi proposti nel Documento, ove attuati, avrebbero altresì un impatto sistemico significativo e potenzialmente destabilizzante per gli operatori attivi nel mercato italiano, in particolare, in termini di:

- (i) adeguatezza del *funding* delle banche,
- (ii) ricavi sulla commercializzazione, sulla strutturazione e sull'attività di *market making* a fini di supporto della liquidità dei prodotti complessi nei mercati di quotazione. Si osserva, al riguardo, che è prassi prevalente e consolidata nel mercato italiano richiedere per i prodotti complessi (ci si riferisce, in particolare, ai *certificates*) l'ammissione a quotazione presso mercati regolamentati o altre sedi di negoziazione,
- (iii) mancato profitto,
- (iv) revisione delle strutture organizzative degli emittenti e intermediari operanti nel mercato italiano (con prevedibili conseguenze a livello occupazionale).

Altra potenziale fonte di pregiudizio economico per gli intermediari è costituita dai reclami/contenziosi che i clienti *retail* già detentori di prodotti complessi potrebbero muovere/instaurare *vis-à-vis* i relativi intermediari ove questi ultimi in futuro si astenessero dal distribuire a tali clienti gli stessi prodotti successivamente divenuti inadeguati a seguito degli Interventi. Tale situazione sarebbe ulteriormente aggravata dalla sopraggiunta scarsa liquidabilità dei prodotti complessi nel portafoglio degli investitori *retail* in questione, come dianzi indicato.

Una tale incoerenza di condotta potrebbe dar luogo a responsabilità in capo all'intermediario e finanche alle autorità di vigilanza, anche perché il mutamento di indirizzo non sarebbe suffragato dallo *ius superveniens*, vale a dire dall'introduzione di una norma di legge o regolamento che giustifichi tale mutamento di condotta (ma si incuneerebbe in una mera reinterpretazione della vigente normativa e *policy* adottate – e già testate anche dall'autorità di vigilanza – che verrebbero in tal senso considerate inadeguate alla luce di *standard* ritenuti più appropriati per il mercato italiano e questo in assenza di elementi fattuali nuovi rispetto alla originaria interpretazione/implementazione di tali *policy*).

Si osserva inoltre che la proposta contenuta nel Documento che raccomanda la consulenza c.d. "evoluta" per la distribuzione di prodotti ad elevata complessità da parte degli intermediari comporterebbe l'adeguamento degli attuali sistemi di controllo interni e delle procedure relative alla distribuzione dei prodotti, richiedendo una conseguente riorganizzazione delle strutture preposte e una rielaborazione delle *policy* interne, con conseguenze in termini di tempi – una tale riorganizzazione non potrebbe essere attuata in tempi rapidi – e, soprattutto, in termini di costi per l'intermediario. Si rileva, in particolare, che al momento nessun collocatore operante nel mercato italiano è in grado di fornire il tipo di servizio di consulenza nei termini individuati nel Documento e che, ai fini dell'adeguamento dei suddetti sistemi e procedure alle indicazioni della CONSOB, si richiederebbero ingenti investimenti.

Ne consegue che anche la proposta in questione si tradurrebbe sul piano fattuale in una moratoria rispetto ai prodotti complessi aventi caratteristiche di elevata complessità, come individuati nel Documento.

Alla luce di quanto sopra, si evidenzia come l'introduzione di presidi ulteriori nella distribuzione di prodotti a elevata complessità (*i.e.*, distribuzione consentita soltanto ove preceduta dal servizio di consulenza c.d. evoluta) rispetto a quelli attualmente previsti dalla normativa produrrebbe, di conseguenza, anche l'incremento dei costi associati alla distribuzione di tali strumenti finanziari a carico degli investitori, dovuto

alla necessità da parte degli emittenti e degli intermediari di effettuare investimenti per adeguare le proprie procedure e i propri sistemi di controllo interni al fine di attuare le misure raccomandate dalla CONSOB.

Tali ulteriori costi non risultano prevedibili alla luce della vigente normativa applicabile o di prossima adozione a livello europeo, la cui evoluzione è costantemente monitorata dagli emittenti e intermediari, anche al fine di pianificare costi e investimenti inerenti all'adeguamento tempestivo della propria attività ai mutamenti attesi. Sempre a tal fine, modifiche normative di tale portata sono di prassi annunciate con congruo anticipo dal legislatore europeo e adottate a seguito di consultazioni e lunghi confronti (aventi durata di qualche anno, in coerenza con la disciplina sulla revisione delle direttive contenuta nelle direttive stesse).

Si osserva, infine, che gli Interventi avrebbero un impatto negativo sugli emittenti e sugli intermediari anche in termini occupazionali, dal momento che gli stessi comporterebbero la necessità di ristrutturare le funzioni aziendali in conseguenza della contrazione delle linee di *business* collegate alla distribuzione dei prodotti complessi.

SEZIONE II.

RISPOSTE ALLE DOMANDE FORMULATE NEL DOCUMENTO

- 1. Ritenete che la nozione di complessità adottata nel presente documento contenga tutti gli elementi utili all'identificazione di prodotti non idonei alla distribuzione diretta a clientela *retail*?**

Per le considerazioni formulate nel presente documento e, in particolare, per quanto esposto al paragrafo 5 che precede, si ritiene che (i) non sussista una relazione biunivoca tra complessità e rischiosità, (ii) la identificazione di prodotti che in via preventiva e generalizzata non possano essere distribuiti alla clientela *retail* non sia in linea con l'attuale impianto normativo, e (iii) una definizione di complessità/rischiosità generalizzata che prescinderebbe da una definizione "normativa" apprestata a livello comunitario – per tale scopo e funzionale alla identificazione di una moratoria generalizzata – rischia di essere sindacabile e non univoca, stante le diverse opzioni e teorie esistenti anche a livello finanziario, di cui l'autorità nazionale seleziona discrezionalmente, e a livello nazionale, quella ritenuta giuridicamente rilevante.

- 2. Condividete l'approccio in base al quale il grado di complessità di un prodotto possa essere misurato anche in base al numero di componenti derivative che ne caratterizzano l'ingegneria finanziaria?**

Per le considerazioni formulate nel presente documento e, in particolare, per quanto esposto al paragrafo 5 che precede, si ritiene che (i) la identificazione di un numero pre-identificato di componenti derivative che faccia considerare di per sé un prodotto quale complesso/rischioso non sia in linea con l'attuale impianto normativo, (ii) in assenza di criteri normativi apprestati a livello comunitario – per tale scopo e funzionale alla identificazione di una moratoria generalizzata – sia difficile rinvenire una definizione univoca ed insindacabile di "componente derivativa", e quindi del relativo numero, identificabili come *embedded* nel prodotto stesso.

- 3. E' opportuna e realizzabile in maniera sufficientemente precisa una differenziazione delle "componenti derivative" contenute nei prodotti, in ragione del diverso grado di complessità delle stesse?**

Si vedano le considerazioni formulate alla in risposta alla domanda 2 che precede.

- 4. Ritenete opportuna l'inclusione negli elenchi anche dei prodotti "gestiti" quali polizze assicurative e/o OICR (questi ultimi ove non già specificamente previsti)?**

Per le considerazioni formulate nel presente documento, si ritiene che la stessa creazione di tali elenchi non sia in linea con l'attuale impianto normativo, sia perché, in primo luogo, strumentali a quella che sarebbe una

generalizzata e preventiva moratoria che non trova una propria giustificazione né a livello di normativa di derivazione comunitaria, come interpretata dalle stesse *opinion* dell'ESMA, né a livello di opportunità/necessità sostanziale, non essendo emerse nel corso dell'attività di vigilanza operata in maniera diuturna e puntuale da codesta rispettabile Commissione anomalie proprie del mercato italiano che suggeriscano, ancorché nei soli fatti, appunto, una simile moratoria; in secondo luogo, siffatti elenchi, poggerebbero su scelte discrezionali in merito alla scelta della nozione anche di natura finanziaria preferibile a livello giuridico, rispetto alle molteplici esistenti, scelta che ove non assistita linee guide "normative" all'uopo apprestate a livello comunitario rischia di essere di per sé sindacabile, e foriera di una diversità nazionale che rischia di compromettere la armonizzazione massima nella materia in questione, nonché la competitività del "sistema Italia" e del soddisfacimento degli interessi degli investitori. Questi ultimi vedrebbero, infatti, contratte le opportunità di investimento loro offerte nel nostro paese, senza che sia parimenti possibile ostacolare la ricerca di tali opportunità, anche attraverso l'uso di *internet*, in altri mercati, anche non comunitari e caratterizzati da tutele inferiori.

In questo senso, non si ritiene necessaria e/o opportuna l'integrazione degli elenchi. In particolare, valgono anche per tali prodotti "gestiti" le considerazioni di merito e di metodo espresse nel presente documento.

5. Ritenete che possano esistere altre o ulteriori caratteristiche utili a qualificare il servizio di consulenza a più alto valore aggiunto (c.d. "evoluto")?

Come rappresentato, non si ritiene necessaria e/o opportuna l'adozione di misure di rafforzamento dei presidi già esistenti. Inoltre, in merito alle menzionate esclusioni, riteniamo opportuno valutare anche la necessità di associare la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti alla distribuzione di prodotti complessi.

A differenza degli altri servizi d'investimento, il servizio d'investimento della consulenza in materia di investimenti, secondo quanto previsto dalla normativa in vigore, insieme a quello di gestione individuale di portafoglio, prevede nella sua erogazione misure cautelative già molto restrittive, che si sostanziano in una stringente verifica dell'adeguatezza di un prodotto finanziario calibrata al profilo di rischio assegnato al cliente, ai suoi obiettivi d'investimento e alla sua situazione finanziaria, oltre naturalmente al livello di esperienza e conoscenza da questi dichiarate.

Tale verifica presuppone una profonda conoscenza del cliente e una verifica puntuale delle sue esigenze e opportunità e fornisce, pertanto, un livello di tutela dell'investitore in prodotti finanziari potenzialmente "complessi" molto più elevato rispetto ad una mera valutazione del livello di esperienza e conoscenza previsti dalla verifica di appropriatezza associata ai servizi diversi dalla gestione e dalla consulenza stessa.

Al pari delle scelte di gestione, anche le raccomandazioni personalizzate all'investimento devono essere necessariamente adeguate. Anzi, l'adeguatezza delle operazioni raccomandate è doverosamente "rafforzata" rispetto a quella che caratterizza le scelte assunte dal gestore, per effetto della necessaria specifica valorizzazione del livello di "conoscenza ed esperienza finanziaria" del cliente, in quanto sarà lo stesso cliente, e non l'intermediario gestore, a disporre l'operazione. La menzionata esclusione consentirebbe di non disconoscere il "mestiere" e la responsabilità degli intermediari prestatori di servizi, che, anche sotto la spinta dell'azione di indirizzo e di vigilanza di codesta Autorità, hanno negli anni significativamente investito nell'arricchimento dei questionari sottoposti alla clientela e nell'articolazione e perfezionamento della mappatura dei prodotti offerti e degli algoritmi di valutazione della coerenza (in un approccio obbligatoriamente "multivariato") tra caratteristiche del cliente, da un lato, e del prodotto/portafoglio, dall'altro.

Si sottolinea inoltre che (i) il mercato italiano ha adottato e applicato le linee guida approvate dall'ESMA sulla valutazione d'adeguatezza, e (ii) la stessa *opinion* dell'ESMA "*MiFID practices for firms selling complex products*" del 7 febbraio 2014 invita ad associare la distribuzione di "prodotti complessi" il servizio di consulenza indistintamente definito.

Una diversa articolazione del servizio di consulenza, oltre che non essere compatibile con la normativa europea vigente e i suddetti indirizzi dell'ESMA, comporterebbe un notevole e sproporzionato aggravio di costi, anche operativi e organizzativi, per gli intermediari.

6. Ritenete che esistano altre modalità distributive che possano essere escluse dall'ambito di applicazione degli indirizzi sopra ipotizzati per i prodotti compresi negli elenchi 1 e 2?

Il c.d. *trading on-line* e, in generale i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti e di ricezione e trasmissione di ordini, per le loro intrinseche caratteristiche deve essere escluso dall'ambito di applicazione di qualsiasi Intervento.

Si rinvia inoltre alle considerazioni di cui alla risposta alla Domanda 5 in merito all'utilizzo del servizio di consulenza.

7. Ritenete possibile identificare categorie di clientela al dettaglio - secondo criteri oggettivi (per es., consistenze patrimoniali, competenze specifiche...) - per le quali non siano necessarie inibizioni o particolari cautele nella distribuzione di prodotti complessi?

La segmentazione della clientela *retail* sulla base dei summenzionati criteri appare, oltre che di difficile applicazione da un punto di vista pratico, anche incoerente con l'attuale impianto normativo italiano, nonché con quello europeo.

La MiFID prevede la distinzione in categorie di clienti basata esclusivamente sul servizio di investimento reso e non in funzione dello strumento finanziario sottostante a tale servizio e, in quanto normativa di armonizzazione massima, non prevede che su base nazionale si possano creare categorie diverse rispetto a quelle in essa contemplate.

In ogni caso, accogliendo lo spunto di riflessione suggerito da codesta rispettabile Commissione, ci rendiamo sin d'ora disponibili per confrontarci in merito, secondo le modalità ritenute più opportune.

Non si ritiene di formulare osservazioni in relazione alle Domande 8, 9 e 10 del Documento di Consultazione.

SEZIONE III.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Alla luce delle considerazioni finora svolte, appare estremamente rilevante l'intervento di codesta rispettabile Commissione che, anche attraverso lo strumento della consultazione e del conseguente confronto con il mercato, ha dato origine a un'opportuna e proficua riflessione e autovalutazione da parte degli emittenti e degli intermediari operanti nel mercato italiano circa l'efficacia dei sistemi di controllo e delle procedure sinora adottati e la rispondenza degli stessi ai bisogni della propria clientela.

È infatti interesse comune di codesta rispettabile Commissione e di tutti gli operatori del mercato il mantenimento degli elevati *standard* di tutela a favore degli investitori *retail* caratterizzanti in positivo il mercato italiano, che sono stati adottati tempestivamente attraverso ingenti investimenti alla luce della vigente normativa anche di derivazione comunitaria e delle relative linee guida e orientamenti dell'ESMA.

Coerentemente, quindi, con l'invito dell'ESMA a rendere, ove necessario a livello nazionale, efficienti e effettivi i presidi esistenti focalizzati sulla tutela informativa e comportamentale e declinati a seconda della tipologia del servizio di investimento prestato, si ritiene importante lo stesso avvio della consultazione come momento di dialogo e autovalutazione del sistema, e quale esito della stessa ci si attende una presa d'atto della efficienza del "sistema Italia" e una raccomandazione che inviti gli intermediari a proseguire nello sforzo - continuativo e costante - di fornire adeguata tutela alla propria clientela *retail*. Senz'altro, stante gli attuali presupposti sia normativi sia fattuali, non ci si può attendere una moratoria generalizzata realizzata attraverso raccomandazioni di astensione dalla distribuzione di prodotti di "complessità molto elevata"; tali

raccomandazioni infatti, come indicato, avrebbero l'effetto di creare una disciplina nazionale non armonizzata, compromettendo la competitività del paese e degli operatori, nonché di ridurre le opzioni di investimento a disposizione degli investitori che anche grazie a *internet* (importante mezzo di investimento, come sostenuto nel Documento) potrebbero veicolare una porzione importante delle proprie risorse finanziarie a investimenti in altri paesi, spesso non comunitari, e meno sofisticati e maturi in termini di tutela della clientela *retail*.

Pertanto, in considerazione di quanto sopra, si ritiene opportuno stabilire un confronto, secondo le modalità ritenute più adeguate, tra codesta spettabile Commissione e gli operatori al fine di addivenire a soluzioni condivise e adeguate con riferimento ai livelli di servizi forniti al mercato italiano, alla luce delle esigenze specifiche di quest'ultimo.

Inoltre, ferme restando le riflessioni sopra formulate in merito ai presupposti normativi e di fatto degli Interventi prospettati, si segnala che qualsiasi eventuale intervento che codesta spettabile Commissione vorrà proporre dovrà considerare, ai fini della potenziale adesione degli operatori a tali Interventi, le tempistiche e l'entità degli investimenti richiesti agli operatori del mercato per adeguare i propri sistemi interni e che, di conseguenza, non potrà essere efficace che a partire dall'inizio del prossimo anno, in quanto non ricompresi nei *budget/business plan* già approvati dai medesimi operatori per l'esercizio in corso (che, inoltre, potrebbe non necessariamente coincidere con l'anno solare).