

Quando il prodotto è complicato

Arriva il monito della Consob sui titoli complessi. L'Autorità sconsiglia di venderli agli investitori al dettaglio. Ma fissa ugualmente le misure che gli intermediari devono attivare per l'eventuale emissione e distribuzione

Damiano Battistelli

Dipartimento Compliance di Banca Finnat Euramerica*

damiano.battistelli@libero.it

Dopo l'obbligazione "Casaforte" emessa dal Montepaschi con l'intento di recuperare i fondi impiegati per acquisire Antonveneta ma imbellettata come "operazione di valorizzazione di parte del patrimonio immobiliare strumentale del gruppo", dopo il convertendo Bpm, dopo svariati anni di obbligazioni "perpetue" e "strutturate" collocate allo sportello senza troppe remore, lo scorso 22 Dicembre Consob, con Comunicazione n. 0097996, ha fatto sentire la propria voce sconsigliando caldamente agli intermediari la vendita di prodotti complessi ai piccoli risparmiatori. Il giro di vite della Consob sulla vendita alla clientela al dettaglio di strumenti finanziari complessi non giunge però come fulmine a ciel sereno. Infatti, la citata Comunicazione è il frutto degli esiti della consultazione pubblica avviata lo scorso maggio sulla scia di due "Opinion" ("*Mifid practices for firms selling complex products*" - pubblicata il 7 febbraio 2014 - e "*Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*", pubblicato in data 27 marzo 2014) dell'Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari (Esma) con le quali è stata richiamata l'attenzione delle Autorità nazionali affinché queste pongano l'accento sulle misure che gli intermediari devono attivare nelle fasi di *design*/selezione/distribuzione di prodotti finanziari complessi destinati ai risparmiatori *retail*. L'intervento in materia si è reso necessario in ragione da un lato del processo di "*retailisation*" (ossia dell'offerta alla clientela al dettaglio di prodotti di investimento un tempo riservati, di fatto, alla clientela istituzionale) e dell'asimmetria tra la complessità - elevata - dei prodotti finanziari offerti dagli intermediari e la capacità di comprensione degli stessi da parte della clientela *retail* - di regola bassa -, dall'altro in virtù dei deludenti risultati raggiunti sia dagli obblighi di trasparenza gravanti sugli intermediari circa la complessità del prodotto che molto spesso, anche a causa dell'insufficiente grado di cultura finanziaria della clientela al dettaglio, non sono stati in grado di far comprendere appieno ai clienti la struttura dello strumento finanziario oggetto di offerta, sia dalle *selling rules* che non di rado, anche per colpa di sistemi di incentivazione del personale o di *rebate* di terzi che creano



Financial Community Hub

www.fchub.it

info@fchub.it

“distorsioni” nei comportamenti, sono state implementate dagli intermediari in modo non adeguato ed efficace a prevenire eventi dannosi per i clienti.

Peraltro, il conflitto di interesse che accompagna la commercializzazione di prodotti della specie è ancor più marcato rispetto a quello correlato alla vendita di altri strumenti finanziari posto che molti prodotti complessi sono emessi dagli intermediari in fasi di mercato connotate da necessità di nuova linfa patrimoniale o per esigenze di *funding*.

Andando ad analizzare i contenuti della predetta Comunicazione, questa si struttura idealmente in due parti: una di carattere esortativo, nella quale Consob sconsiglia espressamente l’offerta alla clientela *retail* di taluni prodotti complessi, un’altra di natura prescrittiva nella quale sono indicati i presidi da adottare laddove l’intermediario decida di emettere/distribuire siffatti prodotti.

Quanto alla prima parte, Consob fornisce, a titolo meramente esemplificativo, una lista di strumenti finanziari ritenuti a “complessità elevata”. L’aver fornito una lista che non delimiti con esattezza il perimetro del novero dei prodotti complessi non è da intendersi come una manchevolezza dell’Autorità: diversamente l’ingegneria finanziaria potrebbe idearne di nuovi non acclusi.

Per alcuni di questi prodotti (ad es.: *Asset backed securities*, *Contingent convertible notes*, prodotti *credit linked*, derivati Otc con finalità speculative), come già accennato, la Consob ne sconsiglia espressamente l’offerta alla clientela *retail*. Si tratta appunto di un’esortazione che, in quanto tale, non ha natura coercitiva e che dunque non impedisce all’intermediario la distribuzione alla clientela *retail* di tale tipologia di strumenti finanziari.

Quanto invece ai presidi che gli intermediari devono implementare in veste di emittente e/o distributore, v’è anzitutto quello di effettuare un’“adeguata *due diligence*” sui prodotti complessi che intendono inserire nella “gamma d’offerta”. Se da questo *screening* emergessero prodotti non “coerenti” con il proprio *target* di clientela, oppure non dovessero risultare sufficienti informazioni per rappresentare ai clienti i rischi connaturati all’investimento, l’intermediario ha il “dovere” di astenersi dal mostrare nella propria “vetrina” il prodotto e/o dal consulenziarlo. Consob inoltre richiede che i criteri e le modalità da seguire per effettuare tale valutazione siano tradotti in apposita *policy*. La finalità è quella di fare in modo che l’intermediario adotti un approccio univoco e standardizzato per regolamentare l’offerta alla clientela di tali strumenti.

Nel caso in cui lo strumento finanziario superi con successo questa valutazione e l’intermediario decida quindi di inserirlo nel proprio portafoglio prodotti, l’*Authority*, sulla scia di quanto previsto dall’Esma nelle citate “*Opinion*”, raccomanda un “rafforzamento” delle misure tese a garantire il miglior risultato possibile per il cliente. In particolare, la lente è posta su: “incentivi” riconosciuti dall’emittente al distributore per l’attività di promozione e vendita; profilatura della clientela, dovendosi valutare attentamente il grado di conoscenza ed esperienza e la propensione al rischio del cliente in combinato con i diversi aspetti di complessità degli strumenti; la “*disclosure*” alla clientela di: costi (anche impliciti: *mark-up*), *fair value*, rischio di mercato, rischio di liquidità.

Quanto appena descritto è però sufficiente per offrire quei prodotti complessi di cui la Consob non



sconsiglia espressamente la distribuzione, quali ad es.: prodotti a leva, Oicr alternativi, Ucits strutturati, polizze *unit* e *index linked*. Al contrario, per gli strumenti connotati da un grado di complessità tale da ritenersi aprioristicamente non compatibili con il grado di istruzione finanziaria della clientela *retail*, e che in precedenza sono stati elencati, l’Autorità prevede che la loro commercializzazione debba non solo avvenire nel rispetto dei presidi di cui sopra ma anche che sia accompagnata da una scelta motivata da parte del CdA e degli organi di controllo.

Questo è il nuovo quadro dipinto dall’Autorità cui gli intermediari devono uniformarsi entro il 30 giugno p.v.. La Consob lascia chiaramente intendere che eventuali decisioni non gradite potrebbero spingere l’Autorità ad effettuare ispezioni. In altre parole, pur senza poteri sanzionatori specifici, la *moral suasion* della Consob è forte.

I contenuti della Comunicazione forniscono diversi spunti di riflessione ai quali di seguito viene dato di approfondimento.

La prima domanda che sorge riguarda le modalità distributive interessate dalle restrizioni. Nella comunicazione è scritto che: a) i prodotti complessi riportati nei punti *i,ii,iii,iv* e *v* non debbono essere consigliati né distribuiti ai clienti *retail* “nell’ambito” di servizi esecutivi e ciò a prescindere dal fatto che siano “assistiti o meno dalla consulenza base”; b) l’informativa da consegnare al cliente circa il fatto che l’Autorità non ritiene il prodotto adatto alla clientela al dettaglio è “assicurata anche nel caso di operatività *on-line*”.

Così formulata, la Comunicazione sembra protendere per un’estensione dell’iniziativa restrittiva anche ai servizi di negoziazione e ricezione/trasmissione ordini non abbinati al servizio di consulenza. Se tale interpretazione fosse corretta, l’impatto sull’operatività quotidiana degli intermediari sarebbe, per dirla con eufemismo, di non poco conto, dato che essi dovrebbero censire nei sistemi informatici le migliaia di strumenti finanziari non presenti nel proprio catalogo prodotti sui quali di volta in volta i clienti si trovino ad investire di propria iniziativa. Peraltro, se ciò fosse confermato, si aprirebbero le porte per un’altra riflessione: se il cliente, di propria iniziativa, acquisisse lo strumento in negoziazione/ricezione e questo non fosse appropriato, potrebbe il cliente comunque sottoscrivere lo strumento?

V’è inoltre un altro aspetto su cui soffermarsi. Si tratta del tipo di consulenza richiamato dalla Consob nella Comunicazione: la “consulenza base”. La consulenza così definita è una nozione non prevista né nella disciplina Mifid vigente né nella Mifid II. Quest’ultima, con riferimento al servizio di consulenza, introduce piuttosto la distinzione tra consulenza fornita su base indipendente e consulenza non fornita su base indipendente, prevedendo che, qualora l’intermediario presti la consulenza indipendentemente, esso debba valutare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, adeguatamente diversificati in termini di tipologia e di emittente. Occorre dunque che l’*Authority* chiarisca quali siano i tratti distintivi del servizio “base” e cosa accada laddove l’intermediario presti il servizio di consulenza in forma, per dirla sulla falsariga della nomenclatura adottata Consob, “evoluta” (di cui, del pari, dovrebbe essere fornita la definizione).



Motivo di riflessione è anche la lista degli strumenti ricompresi da Consob nella lista allegata Comunicazione, forse troppo generica. Infatti, quanto ai derivati, dall'elenco sono esclusi quelli con finalità di copertura, operando così le restrizioni solo per quelli speculativi. Il dubbio sorge con riferimento ai *certificates* senza effetto leva (cd. *investment certificates* di classe A e B). In particolare, gli *investment certificates* di classe B sono prodotti che prevedono una protezione del capitale investito (parziale o totale) o in alternativa la realizzazione di guadagni maggiori rispetto alla variazione del sottostante al verificarsi di particolari condizioni. Essendo privi di effetto leva, risultano quindi indicati per gli investitori interessati a diversificare il proprio portafoglio anche attraverso strategie complesse ma con caratteristiche conservative e orientate al medio-lungo periodo. Questi prodotti, pur rientrando nella famiglia dei derivati, devono comunque essere soggetti a restrizioni solo per la presenza al loro interno di "elementi opzionali"? Ancora, nell'elenco degli strumenti ad "elevata complessità" sono ricompresi anche: Oicr alternativi, Oicr con effetto leva, Oicr strutturati, polizze assicurative a contenuto finanziario. In questo caso le perplessità derivano dal fatto che la complessità insita nei prodotti del risparmio gestito debba essere ponderata alla luce della delega di gestione che connota tali prodotti e per effetto della quale il cliente affida al gestore il "picking" e la valutazione degli strumenti nel rispetto di quanto prescritto dal regolamento del fondo. Di ciò è cosciente sia la Consob, la quale nella Comunicazione, all'interno di una nota, precisa che i "servizi di gestione (individuale e collettivo) mitigano la necessità di comprensione da parte del cliente di tutte le caratteristiche dei singoli prodotti inseriti nei portafogli gestiti", sia l'Esma stessa che, negli orientamenti in tema di valutazione di adeguatezza (peraltro declinati dall'Abi nelle linee guida sull'adeguatezza), ammette la possibilità per gli intermediari di adottare un questionario semplificato in caso di collocamento di prodotti del risparmio gestito. Ma allora, se queste sono le premesse condivise anche a livello più alto, perché inserire alcuni prodotti della "gestione collettiva" nell'elenco?

Volendo giungere a delle conclusioni, se è pur vero che vi sono state circostanze in cui le banche hanno collocato alla propria clientela prodotti complessi tacendo in merito alla loro rischiosità e alle loro caratteristiche, è altrettanto vero che tali casi sono rimasti isolati, non destando mai evidenza di situazioni patologiche. Riprova ne è l'esiguità di reclami (si pensi che le azioni, che non rientrano nella tipologia dei prodotti complessi, rappresentano il 53% del totale dei reclami sui valori mobiliari per il 2013) contenziosi, perdite significative nonché di concentrazione nei portafogli di clienti *retail* di prodotti complessi. Si ritiene quindi che le "Opinion" dell'Esma prima, e l'intervento proposto da Consob poi, manchino, quanto meno per l'Italia, di evidenze che ne suffraghino la loro reale utilità e che addirittura possano avere un impatto negativo sia sull'industria finanziaria italiana (le misure proposte rischiano di sortire un effetto restrittivo sull'attività di raccolta e impiego delle banche, con la conseguenza di un'ulteriore limitazione all'accesso al credito da parte di consumatori e imprese) sia sulla clientela al dettaglio che vedrebbe fortemente limitate le proprie esigenze di diversificazione (di rischio) e di rendimento. Inoltre, gli



interventi proposti dalle Autorità suonano quasi come un'ammissione di incapacità degli attuali presidi Mifid (il riferimento è fatto in particolar modo alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza dello strumento finanziario rispetto al profilo di rischio del cliente) a tutelare l'interesse economico del clientela *retail*. Alla luce di quanto precede, non si comprende il vantaggio e la *ratio* di far dotare gli intermediari di criteri generalizzati per valutare aspetti soggettivi della clientela, quali: conoscenza ed esperienza, propensione al rischio e obiettivi di investimento. Una simile impostazione andrebbe perfino a detrimento dell'attività di assistenza/consulenza dell'intermediario nella valutazione delle esigenze finanziarie del cliente che si vedrebbe così svuotata del suo "valore aggiunto". L'approccio che si ritiene dunque più opportuno è dunque di consentire agli intermediari di distinguere fasce di clientela *retail*, abbinando loro, anche in funzione del grado di complessità, strumenti finanziari più adatti, senza che ciò comporti per gli intermediari ulteriori aggravii in tema di *due diligence* e di redazione di *policy* interne rispetto a quanto sarà loro richiesto da Mifid II. Infatti, la citata Direttiva, all'art. 24, già prevede che l'emissione e la commercializzazione degli strumenti finanziari *tout court*, dunque anche non complessi, avvenga "tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti" "e solo quando ciò sia nell'interesse del cliente" cui il prodotto è destinato. Una simile analisi, accompagnata dalla puntuale valutazione di adeguatezza/appropriatezza all'atto della consulenza/esecuzione dell'ordine del cliente, ha tutto per essere considerata come strumento in grado di gestire al meglio possibili situazioni di conflitto con gli interessi del cliente *retail*.

* Le opinioni sono espresse a titolo personale e non impegnano l'istituzione di appartenenza

