
Come cambia la governance dei prodotti finanziari complessi

di PAOLA MUSILE TANZI*

www.sfef.it

Una delle evidenze emerse nella recente crisi finanziaria è quella di una potenziale deriva del processo di innovazione finanziaria verso prodotti finanziari complessi, la cui utilità è certa per l'industria che li produce, più incerta per i destinatari cui sono rivolti. La revisione di MiFID 2 (Direttiva 2014/65/UE), che entrerà in vigore dal 3 gennaio 2017, coinvolge molti aspetti, tra questi, è cruciale l'azione di rafforzamento della protezione dell'investitore. In Europa le banche e le società di investimento per assicurare che l'investitore possa fidarsi di ricevere l'offerta più adatta alle proprie esigenze, devono adottare congiuntamente tre prospettive: la natura del servizio offerto, il profilo della clientela, il profilo dei prodotti disegnati e/o distribuiti. Il contributo innovativo di MiFID 2, in particolare sull'ultimo profilo relativo al profilo dei prodotti prodotti e/o distribuiti, è rilevante. Già nel quadro di MiFID 1, nella fase di raccolta delle informazioni dai clienti ad alto valore aggiunto, ovvero nei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, l'intermediario è chiamato a tener conto "delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto od operazione [...]" (nell'art. 39, comma 2 del Regolamento CONSOB 16190). In MiFID 2 il livello di attenzione sulle caratteristiche dei prodotti si rafforza anche quando le attività svolte dall'intermediario sono l'attività di esecuzione e/o di ricezione e di trasmissione di ordini dei clienti ed è presente il richiamo a «definire più precisamente i criteri di selezione degli strumenti finanziari cui tali servizi si dovrebbero riferire, al fine di escludere taluni strumenti finanziari, compresi quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato...».

www.sfef.it

* SDA Bocconi e Università degli Studi di Perugia.

Su quest'ultimo elemento l'ottica di MiFID 2 è fortemente innovativa: la protezione dell'investitore passa anche attraverso regole di *"product governance"*, che responsabilizzano ulteriormente il ruolo dei vertici aziendali e del sistema dei controlli interni, in fase di design dei prodotti complessi e/o di decisione della loro commercializzazione. In sostanza non bastano, come richiesto da MiFID 1, i livelli di protezione in sede di rapporto "a valle" con il cliente, MiFID 2 impone un assessment preventivo "a monte" a livello interno, che coinvolge i vertici aziendali e le funzioni di controllo, in particolare la funzione compliance, e che si traduce in una attività di "mappatura dei prodotti" da parte degli intermediari, siano essi produttori o distributori, per poter valutare la coerenza tra caratteristiche dei prodotti e profilo dei destinatari. Inoltre, in caso di inadeguata azione di *product governance* interna, MiFID 2 rafforza il potere delle Autorità di Controllo, consentendo di intervenire in una logica di *"product intervention"*.

ESMA già a inizio 2013 aveva pubblicato un'indagine in tema di *"Retailization in EU"*, mettendo in guardia dal fatto che i risparmiatori retail non hanno né le competenze, né l'esperienza per poter valutare prodotti che presentano un profilo di complessità elevata e perciò corrono il rischio di incorrere in perdite inattese. A fronte di questa situazione, ESMA aveva pubblicato nel febbraio 2014 un Opinion in tema di *"MiFID practices for firms selling complex products"*, sottolineando che il processo di design dovrebbe essere demand-driven e non determinato dalle esigenze dell'intermediario aveva rafforzato il messaggio nel marzo 2014 attraverso un documento focalizzato sulle *good practices* che gli intermediari sono chiamati a seguire quando producono e/o distribuiscono prodotti strutturati.

www.sfef.it

In attesa dell'entrata in vigore di MiFID 2 e nel quadro delle regole dettate da MiFID 1, in Italia CONSOB ha pubblicato il 22 dicembre 2014 la Comunicazione n. 0097996/14 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela retail. In essa, CONSOB esplicita che "l'intermediario è sempre tenuto ad effettuare una adeguata *due diligence* su tutti i prodotti complessi che intende inserire nella gamma d'offerta. Quando a seguito di tale verifica l'intermediario accerti che in concreto il prodotto (...) non possa mai soddisfare al meglio gli interessi dei propri clienti o che, rispetto ad esso, manchino le informazioni sufficienti a valutarne le principali caratteristiche ed i rischi, eviterà di prestare consigli su quel prodotto o di venderlo...".

CONSOB sottolinea peraltro che "tra struttura finanziaria e rischiosità di un prodotto non sussiste una corrispondenza biunivoca: è possibile riscontrare sul mercato prodotti complessi caratterizzati da livelli di rischiosità contenuti e prodotti semplici con rischiosità elevate. Tuttavia, si ritiene che l'intelligibilità della struttura di un prodotto finanziario rappresenti il presupposto per la comprensibilità del rischio d'investimento sotteso, potendosi altrimenti determinare il fenomeno di acquisti non consapevoli". Fatta questa premessa, CONSOB chiarisce cosa si intende per prodotto complesso, riepilogando gli elementi sistematici della nozione di "complessità" di un prodotto finanziario:

- presenza di elementi opzionali (relativi ad uno o più fattori di rischio), condizioni e/o meccanismi di amplificazione dell'andamento del sottostante (effetto leva) nella formula di determinazione del *pay-off* del prodotto finanziario, e/o
- limitata osservabilità del sottostante (ad es. indici proprietari, portafogli di crediti cartolarizzati, *asset* non scambiati in mercati trasparenti) con conseguente difficoltà di valorizzazione dello strumento, e/o
- illiquidità (ad es. strumento non negoziato su alcuna *trading venue*) o difficoltà di liquidabilità dell'investimento (ad es. assenza di controparti istituzionali di mercato, alti costi di smobilizzo, barriere all'uscita). In tale prospettiva, la negoziazione in *trading venues*

può risultare una modalità di contenimento dei fattori di complessità rappresentati dall'illiquidità del prodotto”.

Se l'intermediario decide di inserire nella propria gamma d'offerta prodotti complessi e/o strutturati, CONSOB raccomanda di prestare attenzione, in particolare, agli accordi conclusi fra produttore e distributore per la configurazione della remunerazione dell'attività distributiva. Tali “accordi devono essere articolati in maniera tale da non determinare un innalzamento del conflitto di interesse (ad esempio in ragione di più favorevoli modalità di remunerazione per il distributore e deve essere gestito con dedicata cura, evitando l'esclusivo affidamento a presidi di trasparenza, il conflitto derivante dal possibile doppio ruolo assunto dall'intermediario, specie se bancario, di emittente e prestatore di servizi di investimento, in una fase connotata da possibili necessità di risorse patrimoniali e per il *funding*”.

Sul piano dell'informativa da fornire alla clientela, occorre fornire evidenza separata di ogni costo, anche implicito (*mark-up*), del prodotto e del suo *fair value*, nonché rappresentare in modo puntuale il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio di liquidità e ogni altra tipologia di rischio rilevante per lo specifico investimento.

Il documento CONSOB individua a titolo esemplificativo un elenco di prodotti con profili di complessità molto elevata (la c.d. “black list”), rispetto ai quali si raccomanda agli intermediari “di astenersi dal distribuire direttamente a clienti al dettaglio”, in particolare tale raccomandazione è riferita a:

- i. prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività;
- ii. prodotti finanziari per i quali, al verificarsi di determinate condizioni o su iniziativa dell'emittente, sia prevista la conversione in azioni o la decurtazione del valore nominale;
- iii. prodotti finanziari *credit linked*;
- iv. strumenti finanziari derivati (...) non negoziati in *trading venues*, con finalità diverse da quelle di copertura;
- v. prodotti finanziari strutturati, non negoziati in *trading venues*, il cui *pay-off* non rende certa l'integrale restituzione a scadenza del capitale investito dal cliente...

Qualora l'intermediario, sotto la propria responsabilità, disattenda la predetta raccomandazione in quanto ritenga (...) che il prodotto in concreto si presti alla realizzazione degli interessi della propria clientela e che siano disponibili informazioni sufficienti a valutarne le principali caratteristiche ed i relativi rischi, esso sarà comunque chiamato ad adottare (...) cautele in grado di contenere in maniera sostanziale l'innalzato rischio di non conformità. In tale caso, è raccomandata la previsione - nel processo sotteso alla definizione della strategia commerciale - di una formale adozione - da parte dei vertici aziendali dell'intermediario - di una specifica e motivata decisione sulla commercializzazione di queste tipologie di prodotti. A questo fine, a corredo dell'istruttoria, l'organo deliberante acquisirà dedicati pareri da parte degli organi e delle funzioni di controllo per i profili di rispettiva competenza”.

Queste nuove regole in materia di prodotti complessi, in coerenza con le linee guida di ESMA hanno reso necessario effettuare la mappatura da parte degli intermediari produttori e distributori di prodotti complessi entro il 30 giugno scorso, dandone informativa a

CONSOB, nell'ambito delle comunicazioni periodiche, con dedicati riferimenti in ordine alla *policy*, ai presidi adottati e agli esiti delle attività di controllo.

Il quadro normativo tracciato è in linea con quanto già approvato anche in altri Paesi Europei. Ad esempio in Belgio, già dal 2011, l'Autorità di controllo locale, Financial Services and Markets Authority aveva avviato una moratoria sulla distribuzione di prodotti particolarmente complessi (Communication FSMA 2011_02 of 20/06/2011). Anche in UK l'Autorità di Controllo presta particolare attenzione al tema dei prodotti complessi e nel 2013 si è espressa in termini di "*temporary product intervention rules*". L'azione di CONSOB evita che potenziali arbitraggi normativi a livello europeo riducano il livello di protezione per gli investitori domestici.

10 luglio 2015