

GENNAIO 2015

LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI COMPLESSI. I CHIARIMENTI DELLA CONSOB IN MATERIA DI ABS E ALTRI PRODOTTI STRUTTURATI

La presente nota offre un primo commento della Comunicazione emanata dalla Consob lo scorso dicembre 2014 in materia di prodotti finanziari complessi. Si avrà cura di rappresentare le misure individuate dall'Autorità e ritenute idonee ad assolvere le principali istanze di natura regolamentare. Gli intermediari dovranno comunicare alla Consob le azioni intraprese nella relazione sui servizi di investimento da inviare entro il 30 giugno 2015.

1. SINTESI DELL'EVOLUZIONE REGOLAMENTARE

In data 22 dicembre 2014 la Consob (protocollo n. 0097996) ha emanato taluni importanti chiarimenti in materia di distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela *retail* (la "**Comunicazione**").

La necessità di una tale Comunicazione viene giustificata in considerazione della sempre più intensa attività di ingegneria finanziaria messa in atto dagli intermediari finanziari che da tempo sono alla ricerca di soluzioni sofisticate al fine di soddisfare una clientela particolarmente esigente.

Va evidenziato come la Comunicazione sia il frutto di un'intensa attività avviata in campo europeo e, in alcune sue impostazioni, non certo così recente come potrebbe sembrare. Infatti, la Comunicazione segue due importanti *Opinion* emanate dall'ESMA durante il primo trimestre del 2014ⁱⁱ. Sul versante nazionale, inoltre, non bisogna dimenticare come la stessa Consob abbia emanato, già nel 2009, una comunicazione *ad hoc* con la quale vennero fornite a suo tempo alcune linee guida in materia di distribuzione di prodotti finanziari illiquidⁱⁱⁱ (le *Opinion* dell'ESMA e la Comunicazione Consob, congiuntamente, "**Linee Guida dell'Autorità**").

Come si avrà modo di chiarire nel proseguo della presente nota, la Comunicazione, anche in considerazione dell'evoluzione regolamentare registratasi in questi ultimi anni, non copre più solo l'aspetto della distribuzione dei prodotti finanziari (*i.e. selling rule*), bensì anche le fasi di creazione del prodotto finanziario.

Questo è l'aspetto innovativo, almeno da un punto di vista regolamentare, tratteggiato dall'ESMA nell'*Opinion Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements* che è dedicata esplicitamente alla definizione delle migliori prassi in materia di *product governance*^{iv}, per queste intendendosi ogni *policy*, procedura, sistema e controllo che l'intermediario finanziario deve adottare nell'ambito del processo di strutturazione e distribuzione di un prodotto finanziario complesso (*i.e. design, testing, control*).

A cura del Dipartimento italiano di Finance

Patrizio Messina
pmessina@orrick.com
Raul Ricozzi
rriozzi@orrick.com
Gianrico Giannesi
ggiannesi@orrick.com
Madeleine Horrocks
mhorrocks@orrick.com
Emanuela Molinaro
emolinaro@orrick.com

Il presente documento è una nota di studio. Quanto nello stesso riportato non potrà pertanto essere utilizzato o interpretato quale parere legale né utilizzato a base di operazioni straordinarie né preso a riferimento da un qualsiasi soggetto o dai suoi consulenti legali per qualsiasi scopo che non sia un'analisi generale delle questioni in esso affrontate. La riproduzione del presente documento è consentita purché ne venga citato il titolo e la data accanto all'indicazione: Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter.

2. ADEMPIMENTI IN CAPO AGLI INTERMEDIARI

Per praticità di lettura, si ritiene utile riassumere in via preliminare i principali adempimenti cui saranno tenuti gli intermediari per effetto delle Linee Guida dell'Autorità, da ultimo incrementate con la suddetta Comunicazione del 22 dicembre scorso. Si entrerà più approfonditamente nel merito nei paragrafi successivi.

Gli intermediari saranno tenuti a:

1. definire un piano di azione, individuando: (i) attività da svolgere, (ii) tempistiche e (iii) responsabili della sua attuazione, da presentare al consiglio di amministrazione;
2. rivedere ed aggiornare le procedure e i regolamenti interni. Con particolare riferimento alle politiche distributive si ricorda che potrebbe essere necessario l'assunzione di una formale delibera del consiglio di amministrazione;
3. svolgere un'accurata due diligence interna ai fini dell'individuazione e classificazione dei prodotti finanziari complessi inclusi nella gamma dei prodotti offerti dell'intermediario. Successivamente procedere con un'analisi dei profili del mercato di riferimento cui tali prodotti sono destinati;
4. predisporre o adeguare le informative per la clientela includendo qualora necessario le informazioni richieste circa la classificazione dei prodotti e dei relativi rischi;
5. valutare la necessità di un aggiornamento dei contratti e della relativa modulistica;
6. comunicare alla Consob, nell'ambito della relazione annuale sui servizi di investimento da inoltrare entro il 30 giugno 2015^v, il piano di azione previsto e le attività poste in essere ai fini del completo adeguamento alle raccomandazioni della stessa Autorità.

3. I PRODOTTI FINANZIARI COMPLESSI

Non sempre è possibile determinare una relazione diretta e proporzionale tra la complessità della struttura finanziaria di un prodotto e la sua rischiosità. Al tempo stesso non si può nascondere come il prodotto finanziario che prevede una struttura più complessa sia meno trasparente e non sempre pienamente comprensibile alla clientela meno esperta. Questo comporta che il prodotto finanziario complesso è più rischioso in quanto non permette all'investitore *retail* una attenta analisi di tutti i rischi e, quindi, una consapevole scelta di investimento.

Rientrano tra i **prodotti finanziari complessi**, ai sensi della Comunicazione, alcuni prodotti finanziari che hanno in comune caratteristiche particolari come, ad esempio, una struttura poco chiara, un rendimento non facilmente determinabile (in quanto necessariamente connesso all'andamento di altri indici o fattori) e che, spesso, non vengono scambiati su mercati regolamentati che potrebbero offrire garanzia di trasparenza nella formazione del prezzo.

In particolare:

- (i) prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività (ad esempio *Asset Backed Securities*);
- (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* (esposti ad un rischio di credito di soggetti terzi);
- (iv) strumenti finanziari derivati, di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF, 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;
- (vi) strumenti finanziari derivati, di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF diversi da quelli di cui al punto iv);
- (vii) prodotti finanziari con *pay-off* legati ad indici che non rispettano gli Orientamenti ESMA del 18 dicembre 2012 relativi agli ETF;
- (viii) obbligazioni perpetue;
- (ix) OICR c.d. alternative;
- (x) prodotti finanziari strutturati, negoziati in *trading venues*, il cui *pay-off* non rende certa l'integrale restituzione a scadenza del capitale investito dal cliente;
- (xi) prodotti finanziari con leva maggiore di 1;
- (xii) UCITS di cui all'art. 36 del Regolamento UE n. 583/2010, nonché polizze di ramo III o V con analoghe caratteristiche.

La stessa Consob ha tenuto a precisare come la lista dei prodotti finanziari complessi non possa in nessun caso considerarsi esaustiva, ma, piuttosto, esemplificativa. Infatti, avuto riguardo al continuo processo di innovazione finanziaria, non può che essere compito del singolo intermediario definire una gamma prodotti ed individuare strumenti o prodotti con livelli di complessità analoghi o superiori a quelli indicati dall'Autorità.

Occorre, quindi, che l'intermediario nell'ambito della definizione della propria politica commerciale, anche in relazione alla specifica e concreta articolazione dei propri servizi d'investimento, proceda all'analisi dei principali elementi che possono caratterizzare tali prodotti finanziari complessi^{vi}.

4. I PRINCIPI DI BASE DELLA COMUNICAZIONE PER I PRODOTTI FINANZIARI DI PARTICOLARE COMPLESSITÀ

Rispetto all'elenco generale dei prodotti finanziari complessi sopra riportata (e fatta salva, come già detto, l'autonomia valutazione e classificazione da parte dell'intermediario dei prodotti finanziari complessi), l'Autorità ne ha individuato alcuni che si distinguono per la loro rischiosità^{vii}.

Con riguardo a tale categoria di prodotti, che definiremo "**Prodotti Finanziari di Particolare Complessità**", l'Autorità ha individuato ulteriori e specifici presidi di cui si approfondirà avanti.

Rientrano tra i Prodotti Finanziari di Particolare Complessità^{viii}:

- 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 di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF 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.

La Consob raccomanda espressamente che questi prodotti non siano consigliati né distribuiti in via diretta alla clientela *retail* in quanto tali prodotti non possono essere considerati adatti ad una clientela *retail*.

L'intermediario che intenda procedere comunque alla loro distribuzione, disattendendo di fatto la raccomandazione dell'Autorità, può farlo solo qualora adottati delle misure adeguate.

Innanzitutto, è fondamentale che l'intermediario svolga una accurata *due diligence* su tutti i prodotti finanziari che intende inserire nella propria gamma d'offerta. In nessun caso l'intermediario dovrebbe proporre alla propria clientela prodotti finanziari che non siano in linea con gli obiettivi di investimento ed il profilo del mercato di riferimento^{ix}.

Nello specifico, l'intermediario deve:

- essere in grado di dimostrare che il prodotto finanziario in concreto si presta alla realizzazione degli interessi della propria clientela;
- rendere disponibili informazioni chiare e sufficienti ad accertare le caratteristiche essenziali e i rischi del prodotto finanziario così da permettere una scelta di investimento consapevole;
- adottare apposita delibera dagli organi di vertice (*i.e.* Consiglio di Amministrazione) affinché sia formalizzata l'adozione di tale politica di commercializzazione;
- adottare, o adeguare, le proprie *policy* e le procedure interne^x;
- assicurare adeguati sistemi di controllo sull'intero processo di produzione e distribuzione dei prodotti finanziari;
- prevedere un adeguato piano di formazione del personale.

Sempre con riferimento ai Prodotti Finanziari di Particolare Complessità, e al fine di assicurare una maggiore trasparenza nella fase che ne precede la distribuzione, l'intermediario deve informare il cliente che l'Autorità non ritiene il prodotto adatto a clientela al dettaglio^{xi}. Qualora il cliente *retail*, cui sia stata messa a disposizione un'adeguata informativa, intenda in ogni caso procedere con la sottoscrizione di un Prodotto Finanziario di Particolare Complessità, sebbene la Comunicazione nulla dica in merito, è ragionevole ritenere che ciò possa essere possibile. L'intermediario dovrà, nel proprio interesse, considerare l'adozione di ulteriori misure di prevenzione del rischio di non conformità e procedere, qualora necessario, con l'aggiornamento dei contratti e della relativa modulistica al fine di raccogliere il consenso espresso del cliente alla sottoscrizione dello specifico Prodotto Finanziario di Particolare Complessità.

Misure in materia di governo societario e sistema di controllo interno

Come anticipato, qualora l'intermediario non intenda seguire la raccomandazione dell'Autorità e voglia quindi procedere con la distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela *retail*, i vertici aziendali dovranno assumere una formale delibera in tal senso.

L'adozione di tale delibera deve essere motivata e, a tale scopo, supportata da specifici pareri che l'organo deliberante (*i.e.* il consiglio di amministrazione) dovrà assumere dall'organo di controllo (*i.e.* collegio sindacale) e dalle funzione di controllo secondo i rispettivi profili di competenza.

Andrà quindi valutata e relazionata, la conformità dei Prodotti Finanziari di Particolare Complessità che l'intermediario intende produrre o distribuire. Sulla base delle raccomandazioni della Consob l'analisi dovrà tenere in considerazione almeno i seguenti elementi:

- (i) le caratteristiche della clientela cui si rivolge il prodotto;

- (ii) le soglie quantitative, avuto riguardo alle soglie minime di investimento e ai limiti massimi di concentrazione nel portafoglio del cliente;
- (iii) le modalità di offerta del prodotto (*i.e.* canale web o distribuzione assistita dal servizio di consulenza, *etc.*)

Inoltre, qualora l'intermediario avrà adottato una politica commerciale volta a distribuire tali prodotti alla clientela *retail*, la funzione di conformità avrà il compito di accertare, nell'ambito del proprio piano dei controlli, il pieno rispetto delle regole di condotta da parte dell'intermediario in ogni fase del processo. Risulterà ad ogni modo essenziale che la stessa funzione di conformità proceda con una revisione periodica circa la corretta attuazione della politica di distribuzione adottata dall'intermediario.

5. LE ULTERIORI MISURE NELLE RACCOMANDAZIONI DELL'ESMA SUI PRODOTTI STRUTTURATI^{xii}

Nell'ambito delle misure previste più in particolare dall'ESMA si evidenziano di seguito alcune delle migliori prassi con riferimento in particolare alle fasi di produzione (*product, design and testing*) e di distribuzione (*distribution strategy*) dei prodotti finanziari complessi; queste misure evidenziano aspetti di valutazione dei rischi, di trasparenza, di gestione dei conflitti di interesse e degli incentivi.

Product design and testing

In fase di strutturazione di un prodotto finanziario di Particolare Complessità, in linea con le migliori prassi definite in ambito europeo l'intermediario deve:

- assicurare che la funzione di conformità dell'intermediario venga coinvolta, potendo se necessario intervenire in ogni momento, nel processo di strutturazione del prodotto finanziario^{xiii}. Occorre agire nel miglior interesse dell'investitore sia nella fase di definizione della struttura di un Prodotto Finanziario di Particolare Complessità, ma anche nelle fasi di valutazione e di *pricing*.
- garantire un'informativa appropriata nei confronti della rete coinvolta nella distribuzione dei prodotti finanziari di particolare complessità. Ciò significa che l'intermediario che struttura un prodotto finanziario complesso debba rendere chiari alla rete distributiva e ai clienti *retail* i principali elementi costituenti il prodotto e, ad esempio, i termini e le modalità dei pagamenti, i rendimenti attesi e i rischi dell'operazione inclusa la possibilità, ancorché potenziale, di perdita anche se parziale.

Inoltre, durante lo svolgimento dei *test* del prodotto finanziario complesso l'ESMA ha evidenziato come sia importante:

- effettuare analisi in maniera indipendente;
- valutare quali possibili risultati avrebbe potuto raggiungere il prodotto sulla base di dati passati;
- procedere con alcune simulazioni al fine di svolgere delle previsioni su quali risultati il prodotto potrebbe realizzare considerati taluni scenari futuri e, soprattutto, stabilire se tali prodotti possono raggiungere gli obiettivi di investimento dato il loro mercato di riferimento;
- rendere disponibili alle autorità, qualora richiesti, i risultati delle analisi effettuate.

Distribution Strategy

Con riferimento alla fase di distribuzione, è ritenuta buona prassi quella di prevedere accordi tra l'intermediario che struttura e definisce il Prodotto Finanziario di Particolare Complessità e l'intermediario che provvede alla sua distribuzione; tali accordi dovranno essere articolati in modo da **ridurre i possibili conflitti di interessi** e soprattutto qualora l'intermediario assuma entrambi i ruoli – produttore e distributore – sarà necessario, secondo quanto previsto dalla Consob nelle sue raccomandazioni, gestire i conflitti "**evitando l'esclusivo affidamento a presidi di trasparenza**"^{xiv}.

La distribuzione dei prodotti finanziari complessi.
I chiarimenti della Consob in materia di ABS e altri prodotti strutturati

Inoltre è importante considerare, nell'ambito della profilatura della clientela, l'esperienza e le conoscenze dell'investitore sulla scorta di informazioni oggettive e dettagliate non semplicemente acquisite tramite tecniche indirette e immediatamente dichiarative. L'Autorità sembra quindi voler ribadire, ancora una volta, come l'attività di valutazione e determinazione del profilo di rischio del cliente non possa essere delegata alla mera autovalutazione di quest'ultimo ma, al contrario, debba impegnare l'intermediario in un approfondito esercizio di *due diligence* del cliente suddetto.

Sempre nell'ambito della definizione della strategia di distribuzione, è buona prassi che l'intermediario disponga di procedure volte ad identificare:

- criteri e sistemi per la scelta dei distributori;
- ruoli e responsabilità di ciascuna parte;
- modalità di gestione dell'informativa concernente i prodotti finanziari complessi e i principali elementi di rischio, in tale ottica risulta importante assicurare alla rete distributiva un'assistenza per il caso di prodotti che risultano fuori dallo specifico mercato di riferimento;
- tipologie di percorsi di formazione del personale dell'intermediario che si occupa della distribuzione dei prodotti complessi;
- forme di remunerazione idonee e adeguate.

Infine, anche l'intermediario demandato alla distribuzione dei prodotti finanziari sarà tenuto ad effettuare una valutazione circa le peculiarità dei prodotti da collocare alla propria clientela senza fare esclusivo affidamento alle indicazioni fornite dall'intermediario produttore. Ciò è considerata una buona prassi ed in linea con il principio cardine che dispone di non distribuire prodotti strutturati ed in ogni caso prodotti complessi ai *retail* in mancanza di un adeguato quadro informativo.

6. OPPORTUNITÀ OPERATIVE

Infine ci si sofferma su due tematiche in particolare. La prima riguarda la possibilità per gli intermediari di distribuire i prodotti finanziari complessi a clienti *retail* al ricorrere di alcune particolari modalità operative; la seconda attiene più nello specifico ai fondi di investimento alternativi (FIA) regolati dalla direttiva AIFMD^{xv}.

Rispetto alla prima questione occorre ricordare come la Consob abbia avuto modo di chiarire nell'ambito della stessa Comunicazione che:

"i servizi di gestione (individuale o collettivo) mitigano la necessità di comprensione da parte del cliente di tutte le caratteristiche dei singoli prodotti inseriti nei portafogli gestiti. In tali casi le scelte di investimento sono effettuate, per conto del cliente, da un intermediario dotato di competenze specifiche e chiamato ad assicurare una compiuta valutazione nel continuo, nell'interesse del cliente medesimo, della conformità degli investimenti al "mandato" ricevuto. Peraltro, nell'ambito delle gestioni individuali i clienti potranno essere opportunamente informati, secondo le modalità ritenute più efficienti, dell'eventuale investimento in titoli della specie".

In tal modo sembra sia stata confermata un'apertura ai Prodotti Finanziari di Particolare Complessità anche per quegli investitori non molto esperti, a condizione tuttavia che si sia nell'ambito di un rapporto gestito (individuale o collettivo) laddove un intermediario (i.e. banca, SGR, SIM) valuti, sempre nel miglior interesse del cliente, se inserire o meno nell'ambito del rapporto di gestione, i su richiamati prodotti.

Con riferimento alla seconda questione, i FIA^{xvi}, come noto appartengono alla categoria degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio – OICR. Oggetto dell'investimento degli OICR può essere rappresentato dai *"crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr"*^{xviii}. **Questa particolare tipologia di FIA è istituita anche per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130, quando il patrimonio del fondo stesso è investito per intero in crediti.**

La distribuzione dei prodotti finanziari complessi.
I chiarimenti della Consob in materia di ABS e altri prodotti strutturati

Come già illustrato in precedenza la Consob ha inserito gli "OICR cd. *Alternative*^{xviii}" tra i prodotti finanziari complessi, sebbene questi siano formalmente fuori dall'elenco dei Prodotti Finanziari di Particolare Complessità.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte, si segnala che **le quote di un FIA non riservato a investitori professionali, che ha ad oggetto la realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione**^{xix}, dovrebbero essere dall'intermediario equiparate ai Prodotti Finanziari di Particolare Complessità e per questa ragione, come è stato ribadito nella Comunicazione Consob, non dovrebbero essere consigliate o distribuite ad una clientela *retail*.

Si potrebbe procedere con il collocamento alla clientela *retail*, nel rispetto di una tale seppur stringente raccomandazione dell'Autorità qualora, da un lato, gli intermediari coinvolti nel processo adottassero le misure minime indicate dall'Autorità^{xx} e, dall'altro, provvedessero a far sottoscrivere il Prodotto Finanziario di Particolare Complessità nell'ambito di un apposito mandato di gestione (individuale o collettiva) così da fornire al cliente poco esperto tutto il supporto di cui possa necessitare.

* * * * *

ⁱ Il comunicato stampa dell'Autorità del 22 dicembre 2014 ("Consob, via libera alla Comunicazione per gli intermediari sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi presso la clientela al dettaglio Più tutela ai risparmiatori. L'Autorità sconsiglia la vendita di strumenti opachi e poco comprensibili") ha precisato che la Comunicazione a) sconsiglia esplicitamente agli intermediari di offrire alla clientela *retail* i prodotti finanziari complessi indicati in un apposito elenco, tra cui le cartolarizzazioni, gli strumenti convertibili a discrezione dell'emittente, gli strutturati, i credit linked. L'elenco ha carattere esemplificativo e non esaustivo. b) Richiama gli intermediari al loro dovere di porre il criterio della coerenza tra i prodotti offerti e i profili della clientela alla base di tutto il processo di intermediazione, quindi non solo la fase finale della distribuzione ma anche quella iniziale della progettazione e ingegnerizzazione dei prodotti. c) Richiama gli intermediari a prevenire i conflitti d'interesse che possono verificarsi nella distribuzione presso la clientela *retail* di prodotti finanziari complessi volti al rafforzamento patrimoniale dello stesso intermediario. d) Invita gli intermediari ad eliminare gli incentivi al personale che possono accentuare i conflitti d'interesse del venditore. e) Sollecita gli intermediari ad avvalersi degli stessi metodi di valutazione e di simulazione usati a fini interni per la gestione dei rischi anche nelle informazioni da rendere alla clientela al dettaglio in fase di distribuzione.

ⁱⁱ ESMA Opinion – "MiFID practices for firms selling complex products" - pubblicata il 7 febbraio 2014; "Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements" - pubblicata in data 27 marzo 2014.

ⁱⁱⁱ Consob - Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*.

^{iv} ESMA Opinion "Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements" § 1 (g).

^v Il termine è obbligatorio.

^{vi} La Comunicazione ha segnalato alcuni **elementi di complessità** che di seguito ci si limita a riportare:

- (i) **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
- (ii) **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
- (iii) **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.

^{vii} La Consob ha motivato tale scelta in considerazione dell'esperienza di vigilanza e degli indirizzi tratteggiati in sede comunitaria. Comunicazione Consob, 22 dicembre 2014, § 4.2.2

^{viii} Sebbene la descrizione fornita dalla Consob non rispecchia esattamente quella dei prodotti finanziari complessi, risulta evidente che i Prodotti Finanziari di Particolare Complessità non siano altro che i prodotti che la stessa Consob ha elencato nei punti da i) a v) nell'allegato elenco alla sua Comunicazione.

^{ix} ESMA Opinion Structured Retail Products § 20. "It is good practice for distributors to appropriately identify and analyse the target market for each SRP they intend to distribute. Furthermore, good practice implies for distributors that they establish how (in the context of the provision of which type of investment service) and to whom (which types of clients) they will distribute the SRP. The analysis of the target market for the purposes of product governance arrangements is distinct from the MiFID suitability or appropriateness requirements: both cover different dimensions and the identification of the target market for an SRP does not replace the mandatory assessment by the firm acting as a distributor of the suitability or appropriateness of a given SRP for a given individual investor".

^x A mero titolo esemplificativo, sarebbe opportuno procedere con un aggiornamento della politica in materia di conflitti di interessi, della politica sulle remunerazioni, della procedura di investimento, della procedura di commercializzazione, ecc...). In particolare la Consob ha chiarito che per i prodotti ad elevata complessità, ed in particolare i prodotti di cui ai punti da i) a v) dell'elenco, **"La distribuzione delle menzionate tipologie di prodotti non potrà costituire, in via diretta o indiretta, presupposto per l'erogazione di incentivi al personale"** – Comunicazione Consob - pag. 8.

^{xi} Questa informativa così specifica deve essere fornita anche per operazioni condotte tramite canale on-line, secondo le opportune modalità operative.

^{xii} La Consob, nell'ambito dei prodotti finanziari di particolare complessità, ha indicato i prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività (ad esempio *Asset Backed Securities*, *Credit Linked Notes*, e altri prodotti finanziari strutturati). **L'ESMA ha definito (Structured Retail Products Opinion) i prodotti strutturati** come quegli strumenti finanziari composti che hanno la caratteristica di combinare uno strumento finanziario di base con uno strumento finanziario derivato, il cui valore dipende dall'andamento economico dei beni, indici o portafogli di riferimento. I prodotti strutturati possono fornire, a scadenze predefinite, dei rendimenti che sono collegati alla *performance* delle attività di riferimento, ossia, indici o ad altri valori economici.

^{xiii} ESMA Opinion SRP - § 10

^{xiv} La Comunicazione Consob richiama - § 4.2.2.- sul punto in particolare anche l'*Opinion ESMA "Mifid practises for firms selling complex products"*- Tale aspetto è ripreso anche nell'*Opinion ESMA Structured Retail Products* al § 26.

^{xv} Direttiva 2011/61/EU - *Alternative Investment Fund Managers Directive*.

^{xvi} L'implementazione in Italia della nuova disciplina è ormai prossima. Il termine per l'emanazione della regolamentazione secondaria è scaduto il 31 dicembre 2014. I FIA sono fondi di investimento riservati ad investitori professionali che, qualora previsto dalla regolamentazione secondaria nazionale, possono essere destinati anche agli investitori non professionali (*retail*). Tale impianto regolamentar in questa fase è previsto nei documenti posti in consultazione dalla Banca d'Italia e dalla Consob lo scorso giugno. Gli esiti non sono stati ancora pubblicati.

^{xvii} Schema di regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del Ministero dell'Economia e delle Finanze concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Oicr italiani. In particolare, si veda l'art. 4, c. 1, lettera e).

^{xviii} Comunicazione Consob, Allegato 1, punto IX.

^{xix} Tra i Prodotti Finanziari di Particolare Complessità, punto i., sono inclusi proprio i "*prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività*".

^{xx} Tra questi si ricorda in particolare l'obbligo di fornire un'adeguata informativa al cliente *retail*, la definizione delle politiche di distribuzione secondo la strategia individuata dal Consiglio di Amministrazione e il monitoraggio continuo dell'andamento di tali prodotti al fine di accertare il rispetto degli obiettivi di investimento e l'interesse del cliente.