

LA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI COMPLESSI

Massimo Scolari
Segretario Generale Ascospim

Agenda

- ❑ La distribuzione alla clientela retail e la governance dei prodotti finanziari complessi
- ❑ La dimensione del mercato retail dei prodotti strutturati in Europa
- ❑ Tipologie di prodotti strutturati
- ❑ Premio di emissione e rendimenti
- ❑ L'avvertenza dell'Esma agli investitori retail
- ❑ Le prassi di distribuzione dei prodotti complessi alla clientela retail
- ❑ Definizione di prodotto finanziario complesso
- ❑ La governance dei prodotti strutturati retail
- ❑ Product Intervention

La distribuzione alla clientela retail e la governance dei prodotti finanziari complessi

- ❑ Negli ultimi anni si è accresciuta nei paesi europei la distribuzione di prodotti finanziari complessi agli investitori retail; è la conclusione a cui è pervenuta una ricerca pubblicata dall’Autorità Europea dei mercati finanziari (Esma) nel luglio 2013.(Fonte: ESMA, Economic Report ‘Retailisation in the EU’, No. 1, 2013 ESMA/2013/326), pubblicato il 3 Luglio 2013)
- ❑ Gli autori esaminano due particolari tipologie di prodotti finanziari complessi; i fondi comuni di investimenti “alternativi”, ossia i fondi che perseguono strategie di investimento non tradizionali - in qualche misura paragonabili agli *Hedge Funds*-, e i prodotti strutturati, il cui rendimento è derivato dalla performance di azioni, indici, tassi, cambi o altri strumenti finanziari.
- ❑ Le due tipologie di prodotti complessi sono, a giudizio dell’Esma, rilevanti per il notevole sviluppo presso la clientela retail negli ultimi anni; ciò è osservato con una certa preoccupazione dalle Autorità a causa dei rischi che ne possono derivare per la protezione degli investitori e per la stabilità dell’intero settore finanziario.

La dimensione del mercato retail dei prodotti strutturati in Europa

- In particolare i prodotti finanziari strutturati collocati presso la clientela retail europea erano, a fine 2012, la ragguardevole cifra di 770 miliardi, con un picco di emissioni nel 2007 (250 miliardi). Nella classifica dei paesi europei, l'Italia si colloca al primo posto, con una quota di mercato del 27%.

Country	Outstanding amounts (end-2012, EUR bn)	Market share
IT	204	27%
DE	134	17%
FR	81	11%
BE	79	10%
UK	59	8%
ES	42	5%
Others	170	22%
Total	769	100%

Source: StructuredRetailProducts.com.

Tipologie di prodotti strutturati

- ❑ La tipologia dei prodotti strutturati collocati ai clienti retail è variegata e abbraccia diverse tipologie di prodotti quali
 - obbligazioni a capitale protetto con rendimento collegato ad altri titoli o indici,
 - note o certificati di investimento che consentono una determinata partecipazione alla performance di un indice finanziario.
 - Alcuni prodotti utilizzano la leva finanziaria con o senza clausole di knock-out

Premio di emissione e rendimenti

- La ricerca dell'Esma sui prodotti strutturati analizza, su un campione rappresentativo dei prodotti collocati nei diversi paesi, il *fair value* (valore corretto) di emissione: in media il premio per l'emittente è del 4,6%, che si eleva al 5,5% se si considera anche il rischio di credito. Il conseguente costo implicito "nascosto" è valutato nell'ordine dell'1,5% annuo.
- Il rendimento medio annuo realizzato da un campione di prodotti strutturati a capitale protetto, emessi tra il 1996 ed il 2010, è stato del 2,5%, inferiore al tasso di interesse a breve termine nel periodo corrispondente.

L'avvertenza dell'Esma agli investitori retail

- Il 7 febbraio 2014 l'Esma (European Securities and Markets Authority) ha pubblicato un'avvertenza agli investitori sui rischi dell'investimento in prodotti complessi e un'opinione relativa alle regole che devono essere osservate dagli intermediari che distribuiscono prodotti complessi ai risparmiatori.(ESMA, Rischi dell'investimento in prodotti complessi, Avvertenza per gli investitori, pubblicato il 7 febbraio 2014)

Messaggi chiave



Avvertenza per gli investitori
07/02/2014

Rischi dell'investimento in prodotti complessi

Messaggi chiave

- *Se le caratteristiche o i rischi principali del prodotto finanziario non sono chiari, si consiglia di non investire, valutando invece l'idea di chiedere consulenza professionale sul tipo di investimento più adeguato.*
- *È bene sapere che, talvolta, il nome di un prodotto potrebbe non riflettere le caratteristiche dello stesso. Si consiglia di diffidare delle promesse di rendimenti "alti", "garantiti", "protetti" o "assoluti", perché spesso tali promesse si rivelano ingannevoli.*
- *Occorre prestare particolare attenzione qualora sia necessario disporre del proprio denaro prima che il prodotto d'investimento venga erogato.*
- *Prima di investire è bene rendersi conto dei costi totali. Il costo di un investimento influirà sull'eventuale rendimento. Inoltre, potrebbero essere disponibili prodotti simili ma meno complessi e con costi inferiori.*

Motivazione dell'avvertenza agli investitori

- ❑ I motivi che hanno indotto l'Authority europea a pubblicare un'avvertenza agli investitori si riconducono ai rischi che comporta l'investimento in prodotti finanziari complessi (come ad esempio le obbligazioni strutturate e i certificati di investimento) da parte della clientela al dettaglio, in assenza di una adeguata conoscenza delle caratteristiche e del funzionamento del prodotto, dei costi e oneri connessi e dei rischi di potenziali perdite sul capitale investito.
- ❑ Il testo dell'avvertenza, che è stato pubblicato integralmente sul sito internet della Consob, si propone di informare gli investitori su tutte le tipologie di rischio che possono gravare sull'investimento in prodotti complessi: il rischio di mercato, di leva finanziaria, di liquidità, di credito ed i costi derivanti dalla complessità della struttura.

Le prassi di distribuzione dei prodotti complessi alla clientela retail

- ❑ L'avvertenza agli investitori è stata accompagnata dalla diffusione di un documento (Opinion) che riguarda le prassi di distribuzione dei prodotti complessi da parte degli intermediari. (ESMA. Opinion – MiFID practices on firms selling complex products, Esma/2014/146 del 7 febbraio 2014)
- ❑ Il tema era già stato affrontato nel nostro paese dalla Comunicazione Consob sui prodotti illiquidi, che per molti versi aveva anticipato i contenuti dell'Opinion dell'Esma. (CONSOB, Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009)
- ❑ L'Esma parte dalla considerazione che, nonostante le regole di condotta degli intermediari previste dalla Direttiva MiFID, si sono verificati numerosi casi di prassi inadeguate.
- ❑ Alla luce della crescente innovazione finanziaria e alla diffusione dell'utilizzo di internet da parte dei risparmiatori, il marketing e la vendita di prodotti finanziari complessi sta divenendo un'area importante dell'attività di protezione degli investitori, che richiede una maggiore convergenza dell'attività di supervisione e della vigilanza delle Authority Nazionali.

Definizione di prodotto finanziario complesso

Nel suo documento Esma affronta il tema della definizione di “prodotto finanziario complesso” che comprende

- gli strumenti derivati (o che incorporano uno strumento derivato), oppure
- collegati ad uno o più strumenti finanziari dei quali è difficile comprendere i rischi o i prevedibili risultati, oppure
- collegati ad indici opachi e diversi dagli indici finanziari di maggiore diffusione, oppure
- che prevedono barriere o costi al disinvestimento, oppure
- che presentano combinazioni di performance che coinvolgono diverse variabili finanziarie o formule matematiche complesse, oppure
- che contengono clausole di protezione del capitale parziali che possono venir meno in funzione di determinati eventi.

Esempi di prodotti finanziari complessi

Esempi di prodotti complessi sono ad esempio

- ✓ contratti alle differenze (CFD),
- ✓ opzioni binarie,
- ✓ certificati turbo,
- ✓ obbligazioni callable o puttable,
- ✓ obbligazioni convertibili,
- ✓ obbligazioni perpetue,
- ✓ obbligazioni subordinate,
- ✓ warrants,
- ✓ certificati di investimento,
- ✓ strumenti derivati collegati a specifici strumenti, valute, tassi di interesse o materie prime,
- ✓ note credit link e
- ✓ Abs.

Raccomandazioni Esma alle Autorità di Vigilanza

- ❑ L'Esma rivolge alcune raccomandazioni, rivolte alle Authority nazionali, finalizzate ad accertare che gli intermediari che distribuiscono prodotti finanziari complessi siano dotati delle procedure ed i controlli interni adeguati ad assicurare che nelle pratiche di distribuzione sia garantito il perseguimento degli interessi dei clienti.
- ❑ In particolare dovrà essere verificato che gli intermediari che consigliano tali investimenti alla clientela retail verifichino con modalità più approfondita il rispetto dell'adeguatezza sotto diversi profili (rispetto degli obiettivi di investimento e della tolleranza al rischio degli investitori, dell'orizzonte temporale dell'investimento in funzione delle caratteristiche ed i bisogni finanziari della clientela, valutazione delle potenziali perdite in conto capitale al quale il cliente è esposto, verifica delle potenziali perdite che eccedono il capitale investito).

Una specifica attenzione ai costi dell'investimento

- Una specifica valutazione dovrà essere effettuata sui costi connessi all'investimento, accertando che il cliente sia a conoscenza sia dell'ammontare degli oneri sopportati, sia sulla circostanza che, nella norma, maggiori livelli di complessità si associano a costi ed oneri maggiori.
- Infine Esma, verificando che spesso le pubblicità dei prodotti finanziari assumono forme aggressive ed accattivanti, sottolinea la necessità di una corretta e chiara informazione ai clienti sulle caratteristiche dell'investimento, suggerendo l'adozione di terminologie non tecniche o gergali e l'indicazione equilibrata dei potenziali benefici e rischi dell'investimento.

La governance dei prodotti strutturati retail

- ❑ Il 27 marzo 2014 Esma ha pubblicato una Opinion sul tema della governance dei prodotto finanziari complessi.
- ❑ ESMA, Opinion - Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements, ESMA/2014/332, pubblicato il 27 marzo 2014
- ❑ Esma considera che un solido processo di governance è fondamentale pe la protezione degli investitori e può ridurre la necessità di intervento da parte delle Autorità di Vigilanza competenti.

Le aree della product governance

Nel documento si individuano le aree che devono essere coperte dalle procedure di governance da parte delle imprese di investimento che, nelle rispettive competenze, producono e/o distribuiscono prodotti finanziari complessi.

- **Organizzazione della Product Governance**
 - **Design del prodotto;**
 - **Test del prodotto;**
 - **Mercato target;**
 - **Strategia di distribuzione commerciale;**
 - **Valorizzazione alla data di emission e trasparenza sui costi;**
 - **Mercato secondario e rimborsi;**
 - **Processo di monitoraggio.**
-
- ❑ Ognuna delle aree di intervento sono rilevanti sia per il produttore che per il distributore.
 - ❑ In particolare le imprese di investimento che, pur non essendo coinvolte nel processo di *manufacturing*, si limitano a distribuire il prodotto di terze parti, hanno una precisa responsabilità di agire onestamente, correttamente e professionalmente nel rispetto del migliore interesse del cliente.
 - ❑ Le imprese di investimento devono quindi possedere una esaustiva comprensione delle caratteristiche finanziarie degli strumenti finanziari proposti alla propria clientela e devono definire la clientela target alla quale si intende rivolgere l'offerta.

Product Intervention (art. 39-43 MIFIR)

I poteri di *market monitoring*:

- ❑ Ai sensi dell'art. 9(2) del Regolamento 1095/2010, l' ESMA monitora il mercato degli strumenti finanziari venduti distribuiti/commercializzati nell' Unione
- ❑ Ai sensi dell'art. 9(2) del Regolamento 1095/2010, l' EBA monitora il mercato dei depositi strutturati venduti distribuiti/commercializzati nell' Unione
- ❑ Consob monitora il mercato degli strumenti finanziari e dei depositi strutturati venduti distribuiti/commercializzati in Italia

Temporary intervention dell'Esma

I poteri di *temporary intervention* : misura preventiva

Ai sensi dell'art. 9(5) del Regolamento 1095/2010, l' ESMA può (a determinate condizioni) proibire o limitare temporaneamente:

- la commercializzazione, la distribuzione o la vendita nell'Unione di determinati strumenti finanziari oppure di determinate categorie di strumenti finanziari aventi specifiche caratteristiche.
- un tipo di attività o una pratica finanziaria

Condizioni per la temporary intervention da parte dell'ESMA

A. La minaccia

- solleva timori** significativi in merito alla protezione degli investitori; **oppure**
- costituiscono una grave minaccia** per unordinato funzionamento dei mercati finanziari o delle *commodity* o all'integrità del sistema finanziario o di una sua parte;

I criteri in base a i quali l'ESMA considera sussistente la «minaccia» oggetto di successiva determinazione da parte della commissione ai sensi dell'Art. 41 del regolamento MiFIR

B. Inadeguatezza degli strumenti disponibili

I requisiti regolamentari /normativi applicabili allo strumento o alla pratica o all'attività in base alla legislazione UE **non sono atti a far fronte alla Minaccia**

C. Suppletività dell'ESMA

L'Autorità competente non ha assunto o ha assunto misure non adeguate ad affrontare la minaccia

Condizioni per la temporary intervention da parte dell'ESMA (segue)

Nel limitare o vietare la distribuzione, commercializzazione, vendita dello strumento finanziario, ESMA assicura che:

- ❑ Eventuali effetti negativi sull'efficienza dei mercati finanziari o sugli investitori non siano sproporzionati rispetto ai benefici; e
- ❑ Tali misure non creino un rischio di arbitraggio normativo
- ❑ Nel caso in cui le misure riguardino derivati su prodotti agricoli con consegna fisica, siano stati ascoltati gli enti pubblici competenti a vigilare e regolare i mercati dei prodotti agricoli

Procedura di Product Intervention

- ❑ **Prima** di limitare o vietare la distribuzione, commercializzazione, vendita degli strumenti finanziari ESMA:
- ❑ **Notifica** all'Autorità locale le misure proposte;
- ❑ **Pubblica** sul suo sito internet l'avviso relativo alla decisione di adottare una misura restrittiva precisando i particolari del divieto o della restrizione e indica il termine, successivo alla pubblicazione dell'avviso, a decorrere dal quale le misure entreranno in vigore. (il divieto o la restrizione si applicano soltanto agli atti compiuti dopo che le misure sono entrate in vigore).
- ❑ **Successivamente** all'entrata in vigore della misura restitutiva **ESMA**:
- ❑ **Risamina** il divieto o la restrizione imposti a intervalli regolari e almeno ogni tre mesi. Il divieto o la restrizione scadono se non sono prorogati dopo i suddetti tre mesi.
- ❑ Le misure adottate dall'ESMA a norma del presente articolo prevalgono su qualsiasi misura eventualmente precedentemente adottata da un'Autorità competente.

I poteri di temporary intervention da parte delle Autorità locali

La Consob potrà a determinate condizioni proibire o limitare all'interno del territorio nazionale :

- ❑ la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati depositi strutturati o di strumenti finanziari oppure di determinate categorie di strumenti finanziari o depositi strutturati aventi specifiche caratteristiche;
- ❑ un tipo di attività o una pratica finanziaria;

Condizioni per la temporary intervention da parte della CONSOB:

Il quadro regolamentare non è idoneo a far fronte alla minaccia:

- la misura è proporzionata in rapporto a:
 - natura dei rischi
 - sofisticazione degli investitori o dei partecipanti al mercato interessati
 - probabile impatto sugli investitori e i partecipanti al mercato

- la misura non ha un effetto discriminatorio sui servizi o sulle attività fornite da un altro Stato Membro

- Sono state sentite altre Autorità di altri Stati Membri coinvolti

- Nel caso in cui le misure riguardino derivati con sottostante prodotti agricoli, siano stati ascoltati gli enti pubblici competenti a vigilare e regolare i mercati prodotti agricoli
- Il divieto o la restrizione sia circostanziato,
- Sono state informate per iscritto le Autorità degli altri gli altri Stati membri e l'ESMA almeno un mese prima della data di entrata in vigore delle misure

Condizioni per la temporary intervention da parte della CONSOB

A. La minaccia

- Solleva **timori** significativi in merito alla protezione degli investitori; oppure
- Costituisce una grave minaccia** all'ordinato funzionamento dei mercati finanziari o delle *commodity* o all'integrità del sistema finanziario o di una sua parte; oppure
- Nel caso di un **prodotto derivato**, tale strumento abbia un effetto negativo sui meccanismi di formazione del prezzo del mercato del sottostante