

Comunicazione n. 0090430 del 24-11-2015

OGGETTO: Decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015 di recepimento della direttiva 2014/59/UE. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei servizi accessori.

1. IL CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Con decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015¹ è stata data attuazione nell'ordinamento domestico alla direttiva 2014/59/UE (c.d. *Banking Resolution and Recovery Directive*, "BRRD"), la quale istituisce un regime armonizzato nell'ambito dell'Unione europea in tema di prevenzione e gestione delle crisi delle banche e delle imprese d'investimento².

I decreti sono entrati in vigore il giorno della loro pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, avvenuta il 16 novembre 2015. Le disposizioni in materia di *bail-in* saranno applicabili a far data dal 1° gennaio 2016.

L'apparato normativo approntato è principalmente volto a consentire una gestione ordinata delle crisi attraverso l'utilizzo di risorse del settore privato, riducendo gli effetti negativi sul sistema economico ed evitando che il costo dei salvataggi gravi sui contribuenti³. Infatti, fatte salve le ipotesi specificamente indicate⁴, sostegni finanziari pubblici a favore di un intermediario in crisi potranno essere concessi solo dopo che siano stati applicati gli strumenti di risoluzione *infra* descritti e qualora sussistano i presupposti previsti a livello europeo dalla disciplina degli aiuti di Stato.

Nel dettaglio, il d.lgs. n. 180/2015 prevede che⁵, quando si verificano i presupposti per l'avvio delle procedure di gestione della "crisi" dell'intermediario, la Banca d'Italia⁶ disponga:

- a) la riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale⁷ emessi dal soggetto in questione, quando ciò consenta di rimediare allo stato di dissesto o di rischio di dissesto dell'intermediario⁸;
- b) quando la misura indicata alla lettera (a) non consenta di rimediare allo stato di dissesto o di rischio di dissesto, l'adozione di misure di risoluzione dell'intermediario oppure la liquidazione coatta amministrativa⁹.

Fra le misure di risoluzione¹⁰ rientra il c.d. *bail in*, che consiste nella riduzione dei diritti degli azionisti e dei creditori o nella conversione in capitale dei diritti di questi ultimi. Con riferimento ai creditori, l'art. 49, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 dispone che «sono soggette a *bail-in* tutte le passività», fatta eccezione per quelle indicate ai commi 1 e 2 della norma medesima¹¹. Sono soggetti alla misura di risoluzione in commento anche i contratti derivati¹².

In caso di *bail-in*, l'ammontare della riduzione o conversione, determinato da un esperto indipendente (o, in via d'urgenza, da Banca d'Italia o dal commissario straordinario), è assorbito da azionisti e creditori secondo la gerarchia prevista dall'art. 52 del d.lgs. n. 180/2015, nonché dagli artt. 1, comma 33, e 3, comma 9, del d.lgs. n. 181/2015¹³.

Per dare attuazione alle misure di riduzione o conversione degli strumenti di capitale e alle misure di risoluzione, Banca d'Italia dispone di specifici poteri¹⁴. Fra questi, oltre al potere di ridurre o azzerare il valore nominale di strumenti di capitale e di passività dell'ente sottoposto a risoluzione, si segnala in particolare il potere di modificare la scadenza dei titoli, l'importo degli interessi maturati in relazione a tali titoli o la data a partire dalla quale gli interessi divengono esigibili, anche sospendendo i relativi pagamenti per un periodo transitorio.

La disciplina in questione trova applicazione anche con riguardo agli strumenti di capitale e alle passività emesse anteriormente al 1° gennaio 2016.

Con riferimento alle innovazioni normative sopra rappresentate, si ritiene necessario che gli intermediari¹⁵, in applicazione dei doveri di diligenza, correttezza e trasparenza imposti dalla disciplina in materia di servizi di investimento:

- a) forniscano agli investitori informazioni appropriate circa le novità introdotte dai d.lgs. nn. 180 e 181 del 2015, che li pongano in condizione di assumere consapevoli scelte d'investimento (cfr. par. 2);
- b) riconsiderino le proprie procedure per la formulazione dei giudizi di adeguatezza e di appropriatezza al fine di valutare l'eventuale impatto sulle stesse delle innovazioni in discorso (cfr. par. 3).

Restano in ogni caso fermi tutti gli obblighi discendenti dalla richiamata disciplina, fra cui in particolare, in relazione all'informativa alla clientela, quelli di cui all'art. 34, comma 6, del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007¹⁶.

2. L'INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

2.1 Per quanto concerne l'operatività su (i) titoli soggetti alla procedura di riduzione o conversione di strumenti di capitale ovvero (ii) sugli ulteriori titoli (nonché sui contratti derivati) soggetti a *bail-in*, si rammenta che, secondo quanto previsto dall'art. 31, comma 1, del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, «*gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale. La descrizione illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate*».

Gli intermediari dovranno dunque produrre, in occasione delle singole operazioni di investimento, appropriata informativa ai clienti, graduata in funzione delle caratteristiche dei medesimi (*retail* piuttosto che professionali).

Gli investitori dovranno essere informati del fatto che sono state introdotte limitazioni all'intervento pubblico a sostegno di un intermediario che versi in una situazione di crisi.

Occorrerà rappresentare che, in caso di avvio delle procedure di gestione della “crisi”, i titoli sopra menzionati *sub* (i) e (ii), in ragione della diversa natura degli stessi, potranno essere assoggettati (a prescindere dalla data di emissione):

- sin dal 16 novembre 2015, data di entrata in vigore dei citati decreti legislativi, a riduzione o conversione degli strumenti di capitale e/o,
- successivamente al 1° gennaio 2016, a *bail-in*.

L’informativa dovrà altresì riguardare la gerarchia secondo cui l’importo determinato ai fini delle misure in esame dovrà essere allocato. Dovranno poi essere indicati gli effetti discendenti dall’applicazione delle misure sopra indicate, nonché dall’eventuale esercizio da parte della Banca d’Italia dei poteri alla stessa specificamente attribuiti¹⁷.

E’ rimessa a ciascun intermediario l’individuazione dello strumento da utilizzare per veicolare le suddette informazioni (quale, ad esempio, la scheda prodotto ovvero il modulo per l’effettuazione della singola operazione) e dell’effettivo contenuto della comunicazione.

Al fine di contenere i rischi di *compliance*, dovranno essere adottate soluzioni procedurali che pongano l’intermediario in condizione di dimostrare l’effettiva ricezione da parte dell’investitore delle informazioni sopra richiamate.

2.2 Atteso che la riduzione o conversione di strumenti di capitale e il *bail-in* trovano applicazione anche con riguardo ai titoli emessi anteriormente al 1° gennaio 2016, gli intermediari che svolgono per il proprio cliente il servizio accessorio di “custodia e amministrazione” di strumenti finanziari¹⁸ dovranno fornire informazioni analoghe a quelle indicate al par. 2.1 che precede.

Ciò in forza del dovere di «operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati»¹⁹, che grava anche sui soggetti che prestano servizi accessori.

Al fine di veicolare le informazioni in questione l’intermediario potrà valutare l’impiego dello strumento del rendiconto di cui all’art. 56 del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, fermi restando quanto previsto in tema di tempestività degli aggiornamenti informativi alla clientela dal richiamato art. 34, comma 6, del regolamento medesimo e la conseguente possibilità che in concreto l’aggiornamento si renda necessario anche prima del termine previsto per l’invio della rendicontazione.

2.3 Per quanto concerne il servizio di gestione di portafogli, i clienti potranno essere opportunamente informati, secondo le modalità ritenute più efficienti, dell’eventuale investimento in titoli assoggettabili a riduzione o conversione degli strumenti di capitale e/o, successivamente al 1° gennaio 2016, a *bail-in*.

Nel caso di rapporti gestiti già in essere, l’intermediario dovrà tener conto dell’entrata in vigore dei d.lgs. nn. 180 e 181 del 2015 a ogni effetto connesso con l’adempimento degli obblighi sullo stesso gravanti e comunque potrà dare ai clienti l’informativa sugli investimenti in titoli della specie con la rendicontazione periodica.

Nel caso di nuovi rapporti gestiti, l’informativa circa la possibilità di investire nei titoli medesimi potrà essere resa nell’ambito dell’informativa pre-contrattuale. L’effettivo investimento da parte del gestore in detti titoli potrà formare oggetto di successiva rappresentazione con i rendiconti periodici.

2.4 Gli obblighi informativi in questione si riferiscono ai titoli emessi (e ai contratti derivati stipulati) da banche e SIM aventi sede legale in Italia (ovvero dagli altri soggetti individuati dall’art. 2 del d.lgs. n. 180/2015), nonché a quelli emessi (ovvero conclusi) da soggetti sottoposti alla vigilanza di altra Autorità di risoluzione dell’Unione europea, nonché da banche e imprese di investimento aventi sede legale in Paesi terzi e succursale nell’Unione medesima.

3. LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA E DI APPROPRIATEZZA

Gli intermediari devono assicurare che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: «a) *corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all’investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all’operazione o alla gestione del suo portafoglio*»²⁰.

Nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, gli intermediari devono verificare «*che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta*»²¹.

Alla luce di tali previsioni, si richiama l’attenzione degli intermediari sulla necessità di valutare gli eventuali impatti delle modifiche normative sopra richiamate sulle proprie procedure interne per la valutazione dell’adeguatezza e dell’appropriatezza, tenendo conto delle specificità di ogni tipologia di strumento finanziario interessato dalle modifiche medesime.

Restano in ogni caso ferme, laddove applicabili, le indicazioni fornite dall’Autorità di vigilanza in tema di prodotti illiquidi e di prodotti complessi²².

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas

¹ Il d.lgs. n. 180/2015 introduce una disciplina specifica della risoluzione; il d.lgs. n. 181/2015 apporta modifiche al Testo Unico Bancario e al Testo Unico della Finanza.

² Ai sensi dell’art. 2 del d.lgs. n. 180/2015, il decreto si applica ai seguenti soggetti: «a) *banche aventi sede legale in Italia; b) società italiane capogruppo di un gruppo bancario e società appartenenti a un gruppo bancario ai sensi degli articoli 60 e 61 del Testo Unico Bancario; c) società incluse nella vigilanza consolidata ai sensi dell’articolo 65, comma 1, lettere c) e h), del Testo Unico Bancario; d) società aventi sede legale in Italia incluse vigilanza consolidata in un altro Stato membro*». Ai sensi dell’art. 75 del decreto medesimo possono altresì essere sottoposte a risoluzione, al verificarsi di determinate condizioni, le succursali italiane di banche extracomunitarie.

Per effetto del richiamo contenuto all’art. 2, commi 2 e 6, del d.lgs. n. 181/2015, la disciplina sulla risoluzione trova applicazione anche con riguardo «*alle Sim aventi sede legale in Italia che prestano uno o più dei seguenti servizi o attività di investimento: a) negoziazione per conto proprio; b) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo o assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente; c) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*», nonché alle succursali italiane di imprese di investimento extracomunitarie che svolgono i servizi e le attività sopra indicate, se già non rientrano nel campo di applicazione del d.lgs. n. 180/2015.

³ Il quadro normativo di riferimento va completato prendendo in considerazione:

- il Regolamento (UE) n. 1024/2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, entrato in vigore nel novembre 2013;
- il Regolamento (UE) 806/2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico, entrato in vigore nell'agosto 2014 e la cui disciplina si applicherà, in linea generale (fatte salve alcune disposizioni già applicabili) dal 1° gennaio 2016.

⁴ Cfr. art. 18 del d.lgs. n. 180/2015.

⁵ Cfr. art. 20, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015.

⁶ L'art. 3, commi 1 e 2, del d.lgs. n. 180/2015 individua nell'ordinamento italiano Banca d'Italia quale Autorità di risoluzione.

⁷ L'art. 28, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 individua:

- a) gli elementi di capitale primario di classe 1, ossia le azioni, le riserve e gli altri strumenti di capitale che soddisfano le condizioni di cui all'art. 28, para. da 1 a 4, all'art. 29, para. da 1 a 5, o all'art. 31, para. 1, del regolamento (UE) n. 575/2013;
- b) gli strumenti aggiuntivi di classe 1, ossia gli strumenti di capitale che soddisfano le condizioni di cui all'art. 52, para. 1, del regolamento (UE) n. 575/2013;
- c) gli strumenti di classe 2, ossia gli strumenti di capitale o prestiti subordinati che soddisfano le condizioni di cui all'art. 63 del regolamento (UE) n. 575/2013.

⁸ L'art. 27 del d.lgs. n. 180/2015 precisa che le azioni, le altre partecipazioni e gli strumenti di capitale emessi da un soggetto che versa in uno stato di crisi possono essere ridotti o convertiti: (i) indipendentemente dall'avvio della risoluzione o della liquidazione coatta amministrativa, ricorrendo i presupposti menzionati nel testo; (ii) in combinazione con un'azione di risoluzione, quando il programma di risoluzione prevede misure che comportano per azionisti e creditori la riduzione di valore dei loro diritti o la conversione in capitale; in questo caso, la riduzione o conversione è disposta immediatamente prima o contestualmente all'applicazione di tali misure.

⁹ Ai sensi dell'art. 20, comma 2, del d.lgs. n. 180/2015, *«la risoluzione è disposta quando la Banca d'Italia ha accertato la sussistenza dell'interesse pubblico che ricorre quando la risoluzione è necessaria e proporzionata per conseguire uno o più obiettivi indicati all'articolo 21 e la sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa non consentirebbe di realizzare questi obiettivi nella stessa misura».*

L'art. 21 del d.lgs. n. 180/2015 prevede che *«1. la Banca d'Italia esercita i poteri ad essa attribuiti dal presente decreto avendo riguardo alla continuità delle funzioni essenziali dei soggetti di cui all'articolo 2, alla stabilità finanziaria, al contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, alla tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela. 2. Nel perseguire gli obiettivi di cui al comma 1, si tiene conto dell'esigenza di minimizzare i costi della risoluzione e di evitare, per quanto possibile, distruzione di valore».*

¹⁰ L'art. 39, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 individua le seguenti ulteriori misure di risoluzione: cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo; cessione di beni e rapporti giuridici a un ente-ponte; cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività.

L'art. 39, comma 2, del d.lgs. n. 180/2015 precisa che le misure di risoluzione indicate possono essere applicate singolarmente o congiuntamente, tranne la misura della cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività che deve essere utilizzata solo in combinazione ad altra misura di risoluzione.

¹¹ L'art. 49, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 prevede che sono escluse dal *bail-in* le seguenti passività:

- depositi protetti dal sistema di garanzia dei depositi (ossia quelli di importo fino a 100.000 Euro);
- le passività garantite, incluse le obbligazioni bancarie garantite e gli altri strumenti garantiti;
- qualsiasi obbligo derivante dalla detenzione di disponibilità dei clienti, inclusa la disponibilità detenuta nella prestazione di servizi e attività di investimento e accessori ovvero da o per conto di organismi d'investimento collettivo o fondi di investimento alternativi, a condizione che questi clienti siano protetti nelle procedure concorsuali applicabili;
- qualsiasi obbligo sorto per effetto di un rapporto fiduciario tra l'ente sottoposto a risoluzione e un terzo, in qualità di beneficiario, a condizione che quest'ultimo sia protetto nelle procedure concorsuali applicabili;
- passività con durata originaria inferiore a sette giorni nei confronti di banche o SIM non facenti parte del gruppo;
- passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a 7 giorni;
- passività nei confronti di dipendenti, fornitori di beni e servizi e sistemi di garanzia dei depositanti purché privilegiati dalla normativa fallimentare.

Ai sensi dell'art. 49, comma 2, del d. lgs. n. 180/2015 possono inoltre essere eccezionalmente escluse, del tutto o in parte, dall'applicazione del *bail-in* passività diverse da quelle sopra elencate, in presenza di almeno una delle condizioni ivi indicate.

¹² Cfr. art. 54 del d.lgs. n. 180/2015.

¹³ L'art. 52, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 stabilisce che, in caso di *bail-in*, innanzitutto si dovrà procedere alla riduzione, fino alla concorrenza delle perdite, secondo l'ordine indicato: (i) degli strumenti rappresentativi del capitale primario di classe 1; (ii) degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1; (iii) degli strumenti di capitale di classe 2; (iv) dei debiti subordinati diversi dagli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 e degli strumenti di classe 2; (v) delle restanti passività.

Una volta assorbite le perdite, o in assenza di perdite, si procederà alla conversione in azioni computabili nel capitale primario, secondo l'ordine indicato: (i) degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1; (ii) degli strumenti di capitale di classe 2; (iii) dei debiti subordinati diversi dagli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 e degli strumenti di classe 2; (iv) delle restanti passività.

Ai sensi dell'art. 1, comma 33, del d.lgs. n. 181/2015 (che modifica l'art. 91 del Testo Unico Bancario), per le "restanti passività" il *bail-in* riguarderà prima le obbligazioni *senior* e poi i depositi (per la parte eccedente l'importo di €100.000) di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese. Per effetto della previsione di cui all'art. 3, comma 9, del medesimo decreto, successivamente al 1° gennaio 2019 le obbligazioni *senior* saranno soggette al *bail-in* prima di tutti gli altri depositi (che saranno coinvolti sempre per la parte eccedente l'importo di €100.000).

¹⁴ L'art. 60, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015 attribuisce a Banca d'Italia i seguenti "poteri generali di risoluzione":

- a) effettuare richieste di dati e notizie e ispezioni;
- b) disporre il trasferimento a terzi di azioni o di altre partecipazioni emesse dall'ente sottoposto a risoluzione;
- c) disporre la cessione a terzi di beni e rapporti giuridici dell'ente sottoposto a risoluzione;
- d) ridurre o azzerare il valore nominale di azioni o di altre partecipazioni emesse dall'ente sottoposto a risoluzione, nonché annullare le azioni o i titoli;
- e) ridurre o azzerare il valore nominale delle passività ammissibili dell'ente sottoposto a risoluzione;
- f) annullare, ove necessario, i titoli di debito emessi dall'ente sottoposto a risoluzione, ad eccezione delle passività garantite;
- g) convertire passività ammissibili in azioni o in altre partecipazioni dell'ente sottoposto a risoluzione o di una società che lo controlla o di un ente-ponte;
- h) disporre che l'ente sottoposto a risoluzione o la società che lo controlla emetta nuovi strumenti di capitale;
- i) modificare la scadenza dei titoli di debito e delle altre passività ammissibili emessi dall'ente sottoposto a risoluzione, o modificare l'importo degli interessi maturati in relazione a questi strumenti e passività o la data a partire dalla quale gli interessi divengono esigibili, anche sospendendo i relativi pagamenti per un periodo transitorio; questo potere non si applica alle passività garantite;
- l) attivare clausole di *close-out* o disporre lo scioglimento dei contratti finanziari o dei contratti derivati di cui è parte l'ente sottoposto a risoluzione;
- m) disporre la rimozione o la sostituzione degli organi di amministrazione e controllo e dell'alta dirigenza dell'ente sottoposto a risoluzione;
- n) chiedere alla Banca Centrale di effettuare la valutazione del potenziale acquirente di una partecipazione qualificata in deroga ai termini applicabili.

¹⁵ Cfr. art. 26, comma 1, lett. b), del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, ai sensi del quale per "intermediari" si intendono «*le SIM, ivi comprese le società di cui all'articolo 60, comma 4, del decreto legislativo n. 415 del 1996, le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi e di attività di investimento, gli agenti di cambio, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del decreto legislativo n. 385 del 1993 autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, le società di gestione del risparmio autorizzate anche alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le società di gestione UE che prestano in Italia, mediante stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti, i GEFIA UE con succursale in Italia, che prestano il servizio di gestione di portafogli, il servizio di consulenza in materia di investimenti e il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, la società Poste Italiane – Divisione Servizi di Banco Posta autorizzata ai sensi dell'articolo 2 del decreto del Presidente della Repubblica n. 144 del 14 marzo 2001, le imprese di investimento e le banche comunitarie con succursale in Italia, nonché le imprese di investimento e le banche extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi e di attività di investimento in Italia*».

¹⁶ «*Gli intermediari notificano al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32. La notifica viene fatta su supporto duraturo, se le informazioni alle quali si riferisce erano state fornite su supporto duraturo*».

¹⁷ Cfr. art. 60, comma 1, del d.lgs. n. 180/2015.

¹⁸ Cfr. art. 1, c. 6, lett. a), del Testo Unico della Finanza.

¹⁹ Cfr. art. 21, comma 1, lett. b) del Testo Unico della Finanza e Comunicazione n. DIN/DCG/DSR/11085708 del 20-10-2011 in tema di "Offerte di scambio non assistite da prospetto e dovere degli intermediari di informare i propri clienti".

²⁰ Cfr. art. 40, comma 1, del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007.

²¹ Cfr. art. 42, comma 1, del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007.

²² Cfr. Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 in ordine al dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi e Comunicazione Consob prot. 0097996/14 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*.