

Il dovere dell'intermediario nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi: comunicazione Consob (Comunicato stampa del 2 marzo 2009)

La Consob ha diffuso oggi una comunicazione (n.[9019104](#)) su "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi". La comunicazione tratta la distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti finanziari illiquidi (obbligazioni bancarie, prodotti assicurativo-finanziari, derivati) che costituiscono parte significativa del portafoglio delle famiglie italiane.

La comunicazione raccomanda agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi del prodotto illiquido distribuito, nonché di presentare confronti con prodotti semplici e noti che agevolino scelte consapevoli. Il documento definisce inoltre in dettaglio misure di correttezza in relazione alla determinazione del prezzo dei prodotti illiquidi. Il documento sottolinea la necessità, da parte dell'intermediario, di una conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, da valutarsi autonomamente, in maniera da garantire i più adeguati consigli.

Adottata a seguito di un'ampia consultazione, la comunicazione si inserisce nell'ambito delle misure di cosiddetto "livello 3" sul Regolamento intermediari, con cui la Commissione fornisce orientamenti interpretativi di dettaglio, funzionali alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo di derivazione comunitaria (Mifid).

Il [testo della comunicazione](#), preceduto da un executive summary, ed [il documento illustrativo degli esiti della consultazione](#) sono disponibili sul sito internet della Consob.

SEGUONO: IL TESTO DELLA COMUNICAZIONE E IL TESTO CON GLI ESITI DELLA
CONSULTAZIONE

COMUNICAZIONE N. 9019104 DEL 2 MARZO 2009

LIVELLO 3 – REGOLAMENTO INTERMEDIARI

IL DOVERE DELL'INTERMEDIARIO DI COMPORTARSI CON CORRETTEZZA E TRASPARENZA IN SEDE DI DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI ILLIQUIDI

PREMESSA

Le transazioni finanziarie

L'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative. Complessità, costi dell'informazione e grado di cultura finanziaria determinano un *deficit* informativo in capo alla clientela degli intermediari, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell'operazione ed alla natura del cliente medesimo.

Le circostanze richiamate sono amplificate nel caso di operazioni di investimento aventi ad oggetto particolari prodotti finanziari per i quali non sono disponibili, anche per intrinseche connotazioni di diritto o di fatto, mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza che possano fornire pronti ed oggettivi parametri di riferimento.

Il ruolo dell'intermediario

La clientela c.d. "al dettaglio" (ossia quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria) si trova così a dover riporre massimo affidamento nell'assistenza dell'intermediario, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione ed alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla conclusione dell'operazione (*credence goods*).

La situazione è sovente resa ancor più critica dalla coincidenza del ruolo di intermediario con quello di emittente.

IL CONTESTO DI MERCATO

I driver del mercato

Nel mercato nazionale risulta particolarmente significativo l'investimento diretto da parte di soggetti non professionali delle proprie disponibilità finanziarie, che, per una porzione rilevante, vengono indirizzate verso prodotti con elevato rischio di liquidità/liquidabilità quali obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario nonché derivati OTC.

La domanda tende a percepire tali prodotti (ed in particolare le obbligazioni bancarie, anche strutturate, e le polizze assicurative) come a basso rischio finanziario (o di copertura) ed a "capitale garantito", potendo sottostimarne l'eventuale componente aleatoria.

D'altro canto l'offerta commerciale, veicolata a mezzo di canali bancari, potrebbe essere indotta a preferirli nell'attività di distribuzione in ragione della elevata redditività e dell'"immediato" consolidamento del risultato economico che possono garantire alle reti di vendita.

Infatti, a differenza di altre tipologie di strumenti che producono per il distributore benefici economici che si manifestano in maniera maggiormente diluita nel tempo e che sono proporzionali al periodo di detenzione del prodotto da parte del cliente, le obbligazioni bancarie strutturate, i derivati OTC e le polizze vita determinano immediati introiti, costituiti, rispettivamente, da significativi *upfront* e da elevati caricamenti (anche nell'ordine del 5-8% dell'importo nominale da investire).

*I recenti
sviluppi*

L'attuale situazione di tensione finanziaria è suscettibile di incentivare ulteriormente l'offerta da parte di banche di prodotti di raccolta di propria emissione a clientela al dettaglio (c.d. *retail*), in quanto le fonti alternative di finanziamento sono diventate alquanto vischiose.

Infatti, le criticità che stanno caratterizzando il mercato dei fondi interbancari a livello internazionale possono ingenerare uno stimolo all'offerta di prodotti di raccolta diretta negli intermediari, soprattutto bancari, al fine di stabilizzare il *funding* e contenerne il costo.

Occorre tuttavia che le esigenze di liquidità e di patrimonializzazione siano ricercate in un contesto di perdurante rispetto degli interessi dei clienti/prenditori, a salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario.

IL CONTESTO GIURIDICO

*Le regole di
condotta ed i
principi
generali*

Le regole di condotta imposte agli operatori attenuano i rischi di comportamenti opportunistici da parte dei soggetti informati a scapito di quelli che soffrono di un *gap* informativo (clienti).

L'applicazione diretta di specifici precetti normativi può risultare tuttavia difficoltosa.

Talune regole sono infatti definite, nella loro declinazione di dettaglio, nell'assunto che il prodotto oggetto della transazione sia trattato in una pluralità di sedi di esecuzione liquide e trasparenti; questa circostanza dovrebbe assicurare che il prezzo espresso rappresenti valutazioni indipendenti dei profili di rischio del prodotto. In assenza di tali condizioni, il principio di *best execution* può non essere agevolmente applicabile.

E' vero infatti che nell'attuale contesto normativo il dovere di *best execution* è espressamente ritenuto applicabile dal legislatore comunitario (cfr. considerando n. 69 della direttiva n. 2006/73 – c.d. direttiva di "livello 2") anche nel caso di attività di negoziazione per conto proprio con la clientela e (70° considerando della medesima) *"a tutti i tipi di strumenti finanziari. Tuttavia, date le differenze tra le strutture dei mercati o degli strumenti finanziari, può essere difficile identificare ed applicare uno standard ed una procedura uniformi per*

l'esecuzione alle condizioni migliori che siano validi ed efficaci per tutte le categorie di strumenti”.

*Il nuovo
approccio
normativo...*

Peraltro, la disciplina comunitaria prevede specificatamente il dovere per gli intermediari di agire *“in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti”* (art. 19.1 della MiFID).

In coerenza con ciò, la normativa primaria nazionale pone esplicitamente quale obiettivo dell'agire trasparente, corretto e diligente degli operatori, e quale criterio guida delle loro condotte, il soddisfacimento, nel miglior modo possibile, degli interessi dei propri clienti (cfr. art. 21 del TUF).

*...nella
prestazione di
servizi di
investimento...*

L'attività di intermediazione mobiliare tratteggiata dalla nuova normativa di derivazione comunitaria, assume così i contorni di un servizio svolto nell'interesse del cliente, perdendo i connotati di mera attività di vendita di prodotti per conto di altre categorie di soggetti terzi (le società prodotto, gli emittenti).

Chiari indici in tal senso si colgono in particolare nelle regole in materia di:

- incentivi (*inducements*). La normativa di derivazione comunitaria rende eccezionale la remunerazione dell'intermediario collocatore da parte di soggetti diversi dal cliente;
- contrattualizzazione dei rapporti con la clientela anche per il servizio di collocamento. Nella disciplina previgente, la formalizzazione delle scelte del cliente si risolveva nelle modalità di adesione al prodotto collocato; oggi, prima dell'acquisto del prodotto, va formalizzato il contratto di servizio che lega il collocatore al cliente.

E' richiesto di conseguenza un significativo cambiamento del modello relazionale intermediario-cliente, con il passaggio da una logica incentrata sullo specifico “prodotto” commercializzato ad una logica incentrata sul “servizio” reso al cliente.

*...e nella
distribuzione di
prodotti
assicurativi e
bancari*

Ai fini dell'effettivo “livellamento del campo da gioco”, questo approccio è stato esteso dal legislatore nazionale alla distribuzione diretta da parte degli emittenti di prodotti bancari ed assicurativi a contenuto finanziario (cfr. art. 25-bis del TUF): anche in tali casi l'interesse del cliente deve rimanere l'obiettivo finale dei comportamenti tenuti dall'intermediario-emittente.

La Consob, la cui competenza è stata coerentemente estesa dalla normativa primaria anche ai segmenti in discorso, ha parimenti seguito tale orientamento nella redazione del nuovo Regolamento Intermediari (16190/2007). In particolare, la disciplina secondaria prevede che alla distribuzione dei prodotti finanziari (siano essi OICR, prodotti assicurativo-finanziari ovvero prodotti finanziari bancari distribuiti in sede di emissione) siano applicabili le stesse regole, realizzando il massimo livellamento del campo da gioco consentito dalla cornice legislativa di riferimento.

L'esigenza di

La piena efficacia del processo di omogeneizzazione delle regole di condotta per

una
convergenza
sostanziale

il distributore delle diverse tipologie di prodotti finanziari presuppone peraltro che alla convergenza formale di disciplina (realizzata dal legislatore nazionale e dalla regolamentazione Consob) si accompagni una condizione di convergenza sostanziale.

L'AMBITO DI APPLICAZIONE DELLE LINEE DI "LIVELLO 3"

Ambito di
applicazione

In tale prospettiva la Consob ha ritenuto opportuno procedere, avuto riguardo al principio del miglior interesse del cliente, alla specificazione delle regole di condotta che il distributore deve seguire in sede di trattazione di prodotti finanziari illiquidi, nonché delle cautele proprie del caso in cui questo aspetto si abbini a profili di complessità dei prodotti stessi.

Per prodotti illiquidi si intendono quelli che determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita¹.

La condizione di liquidità, presunta ma non assicurata di diritto dalla quotazione del titolo in mercati regolamentati o in MTF, potrebbe essere garantita anche dall'impegno dello stesso intermediario al riacquisto secondo criteri e meccanismi prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al *pricing* del prodotto nel mercato primario.

A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, nel seguito si farà espresso riferimento alle obbligazioni bancarie, alle polizze assicurative ed ai derivati negoziati *over the counter*, che per ragioni di diritto o di fatto si connotano come prodotti con specifico "rischio di liquidità", determinato dall'impossibilità giuridica o dalla limitazione fattuale al disinvestimento.

Tuttavia i principi esposti dovranno essere tenuti in considerazione dagli intermediari per tutte le transazioni poste in essere con clientela retail su quegli strumenti, "*plain vanilla*" o complessi, che, a differenza di altri prodotti di investimento come i fondi aperti, mancano sia di un semplice ed immediato meccanismo di *fair valuation* sia, spesso, della possibilità (di diritto o di fatto) di una pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento.

Nel mercato primario di prodotti illiquidi l'emittente riveste spesso direttamente anche il ruolo di distributore dei medesimi, o, comunque, forma con il distributore un unitario soggetto economico, anche se organizzato in più entità giuridiche.

Inoltre, si rileva spesso la mancanza o la debolezza di forme di mercato secondario che possano effettivamente garantire la *price discovery* e fungere da "luogo" di smobilizzo delle posizioni, come accade tipicamente per le polizze di assicurazione sulla vita a contenuto finanziario; ciò in ragione anche delle caratteristiche intrinseche di tali prodotti che ne possono ridurre (o escludere

del tutto) la liquidabilità. D'altro canto, ove esistenti, come nel caso delle obbligazioni bancarie, i circuiti di negoziazione risultano spesso poco liquidi e poco efficienti in quanto costituiti pressoché unicamente dalle proposte effettuate dallo stesso intermediario emittente ovvero da altre entità del medesimo gruppo.

*Le linee di
"livello 3"*

Per quanto precede, si ritiene di fornire nel seguito, tenuto conto dell'ampio processo di consultazione, raccomandazioni e indicazioni di "livello 3" aventi ad oggetto la declinazione del dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di titoli illiquidi, con riguardo a:

1. misure di trasparenza;
2. presidi di correttezza in relazione alle modalità di *pricing*;
3. graduazione dell'offerta e presidi di correttezza in relazione alla verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti.

Le presenti indicazioni hanno la finalità di meglio definire il sentiero per il mantenimento di una corretta relazione tra intermediario e cliente, per preservare la fiducia nel sistema finanziario, mitigando gli eventuali effetti indesiderati dell'innovazione, senza con ciò ostacolarne lo sviluppo.

*Cautele nella
politica
commerciale*

Preliminarmente ed in via generale si richiama l'attenzione degli operatori affinché nella definizione della propria politica commerciale, si abbia cura di valutare la compatibilità dei singoli strumenti inseriti nel catalogo prodotti, avuto riguardo alla loro complessiva morfologia, con le caratteristiche ed i bisogni della clientela cui si intende offrirli.

In particolare dovranno essere definiti processi aziendali idonei a consentire, già in astratto, lo svolgimento di valutazioni circa le esigenze finanziarie che i prodotti che si decide di inserire nella propria offerta dovranno soddisfare. Così, in concreto, l'offerta di derivati OTC con espressa finalità di copertura dei rischi finanziari della clientela sarà preceduta da una accurata disamina che assicuri la coerenza dei prodotti OTC che si intendono inserire nel catalogo prodotti con tale finalità.

La scelta di un determinato *target* di clientela, specie di quella *retail*, richiede riflessioni approfondite nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire e, *a fortiori*, nella possibile fase di ingegnerizzazione.

Tale analisi assume particolare rilievo in caso di diretta ingegnerizzazione di prodotti innovativi e complessi, con componenti aleatorie, di non immediata valutazione per gli investitori-clienti.

In particolare:

Parimenti, in sede di definizione della politica commerciale, occorre orientare la costruzione di meccanismi di incentivo della struttura aziendale secondo

gli incentivi criteri non contrapposti al miglior interesse del cliente.

In tale ambito, particolare attenzione andrà posta alle modalità di remunerazione di dipendenti, collaboratori e promotori finanziari in relazione alle differenti tipologie di prodotti offerti nonché agli obiettivi di *budget* ed ai correlati premi fissati per la rete di vendita.

Ciò al fine di contenere i rischi derivanti dalla percezione, da parte degli addetti al contatto con la clientela, di una spinta alla distribuzione di prodotti particolarmente remunerativi per l'intermediario, a scapito di altri prodotti pur in ipotesi maggiormente confacenti agli interessi della clientela.

Compliance Le attività descritte, approvate dagli organi di vertice dell'intermediario, dovranno essere verificate dalla funzione di *compliance* aziendale.

1. Misure di trasparenza

Graduazione della trasparenza **1.1** A differenza che per i prodotti per i quali la trasparenza su valori e costi è garantita da caratteristiche intrinseche, nel caso di operazioni aventi ad oggetto strumenti per i quali non esistono condizioni di scambio trasparenti ed efficienti è necessario che gli intermediari prestino particolare attenzione ai presidi di *disclosure* nella relazione con la clientela.

Ciò dovrà tenersi presente sia nella fase di proposizione delle operazioni di investimento aventi ad oggetto prodotti illiquidi (trasparenza *ex ante*, per la quale sono nel seguito fornite *raccomandazioni* operative) sia nella fase successiva al compimento dell'operazione da parte della clientela (trasparenza *ex post*, cui è dedicato il punto 1.7).

Disclosure dei costi e del fair value **1.2** Si raccomanda così in primo luogo di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value*ⁱⁱ (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del *valore di smobilizzo* dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

1.3 In un contesto nel quale gli obblighi informativi sono previsti per “*tipo specifico*” di prodotto, appare comunque rilevante che gli intermediari trasmettano ai clienti, ai fini della più consapevole definizione dell'operazione di investimento, informazioni in merito alle modalità di smobilizzo delle posizioni sul singolo prodotto, con evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione connesse al funzionamento dei mercati di scambio e dei conseguenti effetti in termini di costi (livello dello *spread* denaro-lettera, anche per valori medi) e tempi di esecuzione della liquidazione. In tale ambito

andrà eventualmente comunicata al cliente la circostanza che l'unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo, precisando le regole di *pricing* nel caso applicate.

Confronti

1.4 Al fine di migliorare le possibilità di apprezzamento, da parte del cliente, del profilo di rischio-rendimento e dei costi dell'operazione che sta per concludere, si ritiene opportuno che gli intermediari inseriscano nell'apposito *set* informativo confronti con prodotti semplici, noti, liquidi ed a basso rischio (ovvero esempi di prodotti *risk free*) di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità.

1.5 In particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio).

1.6 Gli elementi informativi indicati potranno essere contenuti in una scheda prodotto.

Rendicontazione

1.7 Riguardo alla rendicontazione periodica delle posizioni assunte dalla clientela in prodotti della specie, gli intermediari dovranno trasmettere, ai sensi dell'art. 56 del Reg. 16190/2007ⁱⁱⁱ, informazioni dettagliate sui prodotti detenuti. In particolare è necessario che nel *set* informativo periodicamente inviato sia chiaramente esplicitato il *fair value* del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

2. Presidi di correttezza in relazione alle modalità di pricing

Il prezzo fair

2.1 Gli intermediari che offrono prodotti di propria emissione o che comunque operano ponendosi in contropartita diretta della clientela si dotano di strumenti di determinazione del *fair value* basati su metodologie riconosciute e diffuse sul mercato, proporzionate alla complessità del prodotto. Tali metodologie sono coerenti con i criteri utilizzati dall'intermediario per la valutazione del portafoglio titoli di proprietà.

2.2 Gli intermediari che si rendono eventualmente disponibili al riacquisto, utilizzano criteri di *pricing* coerenti con quelli adottati in sede di classamento o vendita al cliente.

L'oggettività del processo

2.3 Il processo di determinazione delle condizioni da applicare alle operazioni sarà strutturato in modo da guidare *ex ante* la discrezionalità degli addetti mediante la fissazione di precisi criteri, che contemplino, ove possibile, anche un confronto con *provider* esterni. In particolare, le procedure aziendali predefiniranno il livello delle maggiorazioni eventualmente da applicare a titolo di *mark up*^{iv}.

2.4 Il sistema informativo aziendale dovrà consentire, *ex post*, un'agevole e precisa ricostruzione dell'attività svolta, con riferimento alle condizioni applicate, ai parametri ed alle maggiorazioni utilizzate per ciascuna transazione eseguita.

3. Graduatoria dell'offerta e presidi di correttezza in relazione alla verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti

La graduatoria dell'offerta e gli strumenti illiquidi

3.1 La nuova normativa di settore prevede che gli intermediari possano prescegliere la modalità di offerta delle proprie attività graduando il livello di servizio garantito alla clientela.

In correlazione a ciò, è richiesta agli operatori una valutazione di adeguatezza, di appropriatezza o una mera esecuzione delle disposizioni impartite dai propri clienti.

Tale ultima modalità (c.d. *execution only*) è consentita alle specifiche condizioni dettate dalla normativa (artt. 43 e 44 del Reg. Consob 16190/2007).

Appropriatezza

3.2 Per i clienti con i quali, sulla base del contratto, l'intermediario sia tenuto a valutare la sola appropriatezza (art. 42 del Reg. 16190/2007) dovranno essere tenute in debito conto le peculiari caratteristiche dei prodotti illiquidi, specie se caratterizzati da profili di complessità, raffrontandole al grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente e verificando l'effettiva capacità di quest'ultimo di comprenderne gli specifici profili di rischio.

Per i prodotti composti che inglobano una componente derivativa l'indagine sull'idoneità delle conoscenze e dell'esperienza di cui è dotato il cliente dovrà essere condotta dall'intermediario anche partitamente per ognuna delle sue componenti.

Tale valutazione dovrà specificamente tenere conto della intelligibilità, per il cliente, della natura e degli effetti aleatori del derivato incorporato, affinché sia verificata la consapevolezza delle scelte effettuate.

Contenuto della consulenza

3.3 Un maggior valore aggiunto e, conseguentemente, un più elevato livello di tutela per la clientela, rivengono dalla prestazione del servizio di consulenza, la cui nozione normativa risulta peraltro particolarmente ampia.

Secondo la definizione comunitaria (art. 52 della Direttiva n. 2006/73/CE) recepita nell'ordinamento nazionale (art. 1 del TUF) per aversi consulenza "basta" una "*raccomandazione [...] presentata come adatta*" per il cliente avente ad oggetto un determinato strumento finanziario.

Al riguardo la Consob ha già avuto modo di chiarire (Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti – Esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007) che "*non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o*

di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la "consulenza in materia di investimenti"."

Appare altresì opportuno precisare, con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Adeguatezza

3.4 Ciò posto, l'intermediario dovrà dotarsi di procedure che consentano agli addetti alla relazione con la clientela l'effettiva valutazione dell'adeguatezza del prodotto illiquido in relazione ai bisogni del cliente. In particolare, gli operatori dovranno porre specifico riguardo ai diversi fattori che possono incidere sul livello di costo di strumenti illiquidi, quali lo *spread* denaro-lettera nella fase di successivo eventuale smobilizzo od altri elementi non immediatamente percepibili dai clienti.

Così l'esistenza di prodotti succedanei nel portafoglio prodotti dell'intermediario, ritenuti tutti adeguati per le caratteristiche di un determinato cliente, ma che presentino differente onerosità, dovrà essere tenuta in considerazione nell'espressione del consiglio.

3.5 L'eventuale iniziativa di un cliente volta all'acquisto di specifici prodotti finanziari potrà essere messa in relazione a prodotti diversi oggetto di consulenza solo nel caso che l'intermediario sia in grado, a mezzo delle procedure aziendali di cui si è dotato, di svolgere un effettivo confronto fra le soluzioni di investimento in discorso (quella del cliente e l'alternativa raccomandata), in modo da consigliare il prodotto più adatto.

3.6 La valutazione di adeguatezza (art. 40 del Reg. 16190/2007) conseguente alla prestazione del servizio di consulenza avente ad oggetto queste tipologie di prodotti dovrà parimenti essere condotta con particolare cura, avuto riguardo alle caratteristiche dei clienti e alle specificità dei prodotti. Un efficiente processo di valutazione di adeguatezza, basato su una attenta profilatura dei clienti e su una rigorosa mappatura dei prodotti consente l'effettiva diversificazione degli investimenti effettuati nel tempo.

3.7 In aggiunta alle informazioni afferenti alle caratteristiche della clientela in termini di esperienza e conoscenza, da valutarsi con le cautele esposte per il caso dell'appropriatezza, l'intermediario dovrà porre particolare attenzione ad acquisire e gestire mediante presidi organizzativi *ad hoc* le informazioni relative agli obiettivi di investimento ed alla situazione finanziaria dei clienti^v.

3.8 Il processo di valutazione dell'adeguatezza dovrà prevedere l'utilizzo di una pluralità di variabili afferenti, da un lato, alle caratteristiche del cliente e, dall'altro, a quelle del prodotto.

3.9 Al fine di giudicare l'adeguatezza di un'operazione, con riguardo alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento, occorrerà valutare separatamente le conseguenze delle diverse tipologie di rischio determinate dall'eventuale assunzione della posizione: rischio emittente/controparte, rischio di mercato e rischio di liquidità.

3.10 In tale ambito occorrerà così porre particolare peso al "*periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento*" (cfr. art. 39, comma 4, Reg. 16190), come rilevato dall'intermediario nella ricognizione informativa sulle caratteristiche del medesimo.

Per le operazioni in questione, il parametro costituito dall'*holding period* del cliente, normalmente non unico, deve infatti assumere autonomo rilievo ai fini delle valutazioni di adeguatezza. Esso andrà direttamente e specificamente rapportato alle caratteristiche di durata e liquidità dell'operazione consigliata al cliente, piuttosto che inglobato in maniera inevitabilmente approssimativa nel profilo sintetico del medesimo.

Dovranno così ritenersi di norma inadeguate, e come tali non oggetto di raccomandazioni, le operazioni in strumenti illiquidi per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore alla durata "anagrafica" del prodotto. Il *gap* temporale tra "durata anagrafica" dello strumento finanziario e "orizzonte temporale di investimento" assumerà rilevanza tanto più ridotta quanto maggiore sarà l'effettivo grado di liquidabilità del prodotto tracciato dalla procedura di valutazione dell'adeguatezza dell'intermediario.

3.11 Nella mappatura dei prodotti dovrà altresì tenersi in considerazione il livello dei costi di struttura (*upfront*). Infatti, per costruzione, tali oneri determinano una immediata ed inevitabile riduzione del prezzo dello strumento rispetto a quello di collocamento, fin dal momento immediatamente successivo all'emissione; tale circostanza andrà attentamente valutata nella fase di definizione del livello di rischio di mercato del prodotto, anche se effettuata mediante metodologie di *Value at Risk*.

3.12 Nel caso di contratti derivati OTC espressamente distribuiti con finalità di copertura, gli intermediari si doteranno di procedure idonee a valutare l'adeguatezza dell'operazione raccomandata con riguardo alle reali necessità di *hedging* dei clienti ed a suggerire prodotti idonei sotto il profilo dell'efficacia e dell'efficienza, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative.

Dopo la conclusione del contratto, le procedure aziendali dovranno consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, e sulla base dell'aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente o comunque disponibili, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura. In tal modo l'intermediario sarà nelle condizioni di poter segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

AGGIORNAMENTI PROCEDURALI

Gli intermediari sono tenuti ad aggiornare le proprie procedure al fine di adeguarsi, nel più breve termine ragionevolmente necessario, ai principi ed ai criteri sopra delineati, avvantaggiandosi eventualmente anche dei contributi forniti dalle Associazioni di categoria.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia

ⁱ Al fine di verificare che tali condizioni siano soddisfatte potranno valutarsi indicatori quali ad esempio l'ampiezza dello *spread* denaro/lettera, l'ampiezza e la profondità del *book* di negoziazione con particolare riguardo alla numerosità dei contribuenti, la frequenza ed il volume di transazioni, la disponibilità di informativa sulle condizioni delle transazioni.

ⁱⁱ "Valore corretto" di una posizione determinato utilizzando le quotazioni di mercato (*mark to market*) o, ove queste non siano disponibili o formate in maniera efficiente, applicando modelli teorici di *pricing* (*mark to model*).

ⁱⁱⁱ La citata norma resta comunque non applicabile ai prodotti assicurativi.

^{iv} Margine rispetto al *fair value* che "copre" i costi diretti sostenuti dall'intermediario ed i suoi profitti.

^v La c.d. *know your customer rule* condiziona la relazione intermediario-cliente anche successivamente all'instaurazione del rapporto; il suo rispetto esige che le informazioni acquisite sul cliente siano tenute aggiornate dall'intermediario.



LIVELLO 3 – REGOLAMENTO INTERMEDIARI

***IL DOVERE DELL'INTERMEDIARIO DI COMPORTARSI CON
CORRETTEZZA E TRASPARENZA IN SEDE DI DISTRIBUZIONE DI
PRODOTTI FINANZIARI ILLIQUIDI***

Esiti della consultazione

2 marzo 2009

INDICE

PREMESSA	3
LE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE E LE RELATIVE VALUTAZIONI	6
1 OSSERVAZIONI GENERALI O PRELIMINARI	7
1.1 Natura giuridica delle misure di “livello 3” e “obblighi aggiuntivi”.	7
1.1.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati	7
1.1.2 Valutazioni	10
1.2 Metodo dei lavori.	13
1.2.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati	13
1.2.1 Valutazioni	13
1.3 Relazione con la “disciplina Emittenti”	16
1.3.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati	16
1.3.2 Valutazioni	18
1.4 Ambito di applicazione delle misure di “livello 3”: clientela <i>retail</i> .	20
1.4.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati	20
1.4.2 Valutazioni	20
1.5 Ambito di applicazione delle misure di “livello 3”: definizione di prodotti finanziari illiquidi.	21
1.5.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati	21
1.5.2 Valutazioni	25
2. OSSERVAZIONI SU SPECIFICI PASSAGGI DEL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE	31
“Premessa” e “Contesto di mercato”	31
“Il contesto giuridico”	33
“L’ambito di applicazione delle linee di “livello 3””	35
“Misure di trasparenza”	39
“Presidi di correttezza”	57
“Graduazione dell’offerta e tutela del cliente; verifica dell’adeguatezza/appropriatezza degli investimenti”	65
“Aggiornamenti procedurali”	81

PREMESSA

Il processo di consultazione condotto sul Documento di livello 3 recante “Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi” ha visto il contributo di numerosi attori del settore dell’intermediazione mobiliare.

La numerosità e la corposità delle osservazioni ricevute ha consentito di sottoporre le previsioni ivi contenute ad una prova di resistenza particolarmente rilevante.

Sulla scorta dell’ampio confronto condotto sono stati effettuati taluni interventi sul citato Documento di consultazione volti a:

- accogliere talune osservazioni;
- migliorare la chiarezza espositiva, anche escludendo ridondanze e indicazioni meramente esemplificative¹;
- rendere di più immediata applicabilità le indicazioni fornite.

E’ emersa così l’opportunità di ulteriormente specificare che l’ambito di operatività delle linee indicate è “limitato” alla distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti finanziari illiquidi.

Le misure previste sono infatti volte a tutelare, in un contesto di asimmetrie informative, la clientela più debole, che in Italia manifesta accentuate preferenze per alcune tipologie di prodotti percepiti a basso rischio finanziario a scadenza, ma sovente caratterizzati dal profilo dell’illiquidità.

Il Documento si ritiene, anche sulla base delle osservazioni ricevute, possa contribuire al miglioramento della funzione allocativa del mercato prevedendo:

- raccomandazioni di misure di trasparenza *ex ante* che possano consentire al risparmiatore l’acquisizione di un quadro informativo sintetico e completo dei dati più rilevanti per il compimento delle scelte di investimento;
- presidi di correttezza che impongano agli intermediari la determinazione di prezzi secondo processi oggettivi e coerenti;
- valutazioni di adeguatezza delle operazioni che siano in grado di considerare gli aspetti peculiari di tale classe di prodotti.

Peraltro, anche dai confronti svolti sul tema con parte rilevante dell’industria, le indicazioni contenute nel Documento paiono essere leggibili dagli operatori in chiave strategica, per ripensare il rapporto con la clientela in una logica di servizio, come richiesto dal quadro normativo di riferimento.

In tale ottica, gli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari saranno da rendere funzionali alla tenuta di comportamenti conformi alle finalità del nuovo

¹ Peraltro, la presente valutazione delle articolate osservazioni pervenute consente di fornire un ulteriore momento di chiarificazione ed esemplificazione dei principali passaggi del Documento.

quadro regolamentare introdotto dalla MiFID.

* * *

In fase sia di prima stesura del Documento sia di finale elaborazione sono stati tenuti in considerazione i rilevanti contributi internazionali tempo per tempo formulati in materia. Infatti, diverse fonti internazionali (pubbliche e private) hanno affrontato il tema dei prodotti finanziari illiquidi e/o complessi, seppure essenzialmente nell'ottica dei rischi di stabilità dell'intermediario che negli stessi abbia investito proprie disponibilità. In tale contesto è emersa una serie di indirizzi² volti al progressivo contenimento dei rischi promananti dal grado di complessità e illiquidità dei titoli detenuti. Si tratta evidentemente di indirizzi che possono, a maggior ragione, sostenere linee di specifica attenzione quando strumenti con siffatte caratteristiche (illiquidi/complessi) sono offerti o negoziati con clientela *retail* ("clientela al dettaglio").

D'altro canto, in alcuni documenti elaborati a livello internazionale è emersa una prospettiva di trattazione già direttamente rilevante in materia di vendita ad investitori *retail* di prodotti illiquidi.

In particolare, il **CEBS**, in un documento del giugno 2008³, ha posto particolare enfasi sulla *disclosure* del *business model* adottato dalle banche e sulla necessità di garantire la coerenza degli strumenti finanziari trattati con tale modello di *business*. In particolare l'enfasi è posta sulla necessità che prodotti strutturati o frutto di operazioni di cartolarizzazione siano disegnati secondo modalità tali da fornire un "*contributo al processo di creazione di valore per i propri clienti*".

Anche la **Commissione Europea** è intervenuta in materia, trattando la questione dei "*Substitute retail investment products*". In tale contesto, è stato affermato che nella distribuzione di qualsiasi "*retail investment products*", dovrebbero essere rispettate alcune regole fondamentali per garantire la consapevolezza delle scelte di investimento

² Cfr. CESR, *Statement on fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets* (3 ottobre 2008); G20, *Declaration of the summit on financial markets and the world economy* (15 novembre 2008); FSF, *Report on enhancing market and institutional resilience* (7 aprile 2008; pubblicazione del relativo *follow-up* in data 10 ottobre 2008); Basel Committee on Banking Supervision, *Report on banks' transparency on activities and products affected by the recent market turmoil* (18 giugno 2008), *Report on issues regarding the valuation of complex and illiquid financial instruments* (18 giugno 2008), *Second part of CEBS's technical advice to the European Commission on liquidity risk management – Analysis of specific issues listed by the Commission and challenges not currently addressed in the EEA* (18 settembre 2008). Oltre ai contributi internazionali di matrice "istituzionale", sono stati altresì considerati il Documento, del 6 agosto 2008, del Counterparty Risk Management Policy Group III, *Containing systemic risk: the road to reform*, espressione delle posizioni dei rappresentanti dell'industria in materia di contenimento del rischio sistemico, nonché il *Final report on market best practices: principles of conduct and best practice recommendations – Financial Services Industry response to the market turmoil of 2007-2008*, dell'International Institute of Finance (17 luglio 2008).

³ CEBS, *Report on banks' transparency on activities and products affected by the recent market turmoil* (18 giugno 2008).

da parte della clientela al dettaglio⁴.

Il *Joint Forum* ha elaborato in data 30 aprile 2008 un documento intitolato “*Customer suitability in the retail sale of financial products and services*” nel quale, nell’ambito di una ricerca condotta su istituti finanziari e Autorità di vigilanza di diversi Paesi, viene analizzato l’approccio assunto dai *supervisors* e dai soggetti abilitati ad operare nel settore finanziario, bancario e assicurativo, in merito ai rischi connessi con la vendita di “*unsuitable retail financial products*”. Nell’analisi si considerano, in particolare, gli aspetti della comunicazione di informazioni alla clientela nonché della verifica che gli strumenti finanziari raccomandati siano adeguati al profilo di ciascun cliente *retail*. Tali aspetti della relazione con la clientela, si afferma nel documento, devono garantire la piena consapevolezza dell’investitore, indipendentemente dal prodotto oggetto di investimento⁵.

⁴ In particolare, sono stati considerati i seguenti contributi elaborati dalla Commissione Europea:

- documento di consultazione intitolato “*Need for a coherent approach to product transparency and distribution requirements for “substitute” retail investment products?*” (26 ottobre 2007);
- documento intitolato “*Retail Investment Products – Reviewing the adequacy of EU product disclosure and distribution rules*” (13 giugno 2008);
- presentazione di Charlie McCreevy, Commissario UE al Mercato Interno nell’ambito dell’*open hearing on retail investment products* (15 luglio 2008).

In tale contesto, la Commissione richiede: un alto grado di trasparenza in merito ai costi che gravano sul cliente, ai rischi associati all’investimento e al rendimento atteso; una prudente gestione dei conflitti di interesse, una responsabile politica commerciale, nonché un’attenta valutazione dell’adeguatezza dell’operazione rispetto al profilo del cliente; un utilizzo di comunicazioni pubblicitarie e promozionali non ingannevoli dei prodotti finanziari.

⁵ In proposito, è stato affermato che “*consistency of regulation at the highest possible standard is the important factor [...]. Such consistency requires an appropriate level of cooperation across sectoral regulators and a commitment to high standards. Inconsistency of sales requirements between sectors for the same products may result in regulatory arbitrage*”.

LE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE E LE RELATIVE VALUTAZIONI

Di seguito viene fornita una sintesi dei commenti e delle osservazioni rese da coloro che hanno partecipato alla consultazione, avendo cura di omettere il riferimento a quanti hanno chiesto di non pubblicare i propri contributi.

In particolare si distinguerà fra “*Osservazioni di carattere generale o preliminare*” (successivo par. 1) e “*Osservazioni su specifici passaggi del documento di consultazione*” (a cui verrà dedicato il par. 2).

Nell’ambito di ciascun paragrafo, successivamente ai commenti ed alle osservazioni formulate da quanti hanno partecipato alla consultazione, si riporteranno le relative valutazioni.

<h2>1. Osservazioni di carattere generale o preliminare</h2>
--

1.1 Natura giuridica delle misure di “livello 3” e “obblighi aggiuntivi”.

1.1.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato affermato (ABI) che sebbene le misure di livello 3 abbiano nella stessa impostazione della “procedura Lamfalussy *“l’obiettivo di fornire interpretazioni delle norme di livello superiore”*, con il Documento posto in consultazione si introdurrebbero *“obblighi aggiuntivi”*, *“obblighi che integrano quelli già previsti dalle norme primarie e secondarie”*, rilevandosi, di conseguenza, *“una possibile incongruenza tra nomen e substantia delle proposte in questione”*. Si è altresì lamentata (ABI) la mancata individuazione di un periodo transitorio adeguato per l’effettiva entrata in vigore delle nuove disposizioni, ovvero (ANIA) si è chiesto che *“gli orientamenti interpretativi proposti non entrino in vigore prima del 1° gennaio 2009”*.

Si è altresì rilevato (ABI) come il Documento di consultazione intervenga *“su ambiti disciplinati dalla MiFID prima che il CESR abbia concluso il programma di lavori in tema di misure di implementazione sulle medesime tematiche oggetto delle misure proposte”*, auspicandosi *“una maggiore omogeneità con le prassi seguite da altre Autorità di vigilanza europee al riguardo, che nel rispetto della libertà di impresa, sembrano preferire, a una generale “sovra regolamentazione”, il ricorso, anche severo, allo strumento sanzionatorio di singoli comportamenti scorretti”*. Peraltro, la medesima Associazione sostiene che le misure tratteggiate dal Documento di consultazione *“vertono su segmenti formalmente estranei all’ambito MiFID (distribuzione in sede di emissione di obbligazioni strutturate e di derivati OTC, distribuzione di polizze assicurative finanziarie) i quali, solo in Italia, in virtù delle innovazioni introdotte dalla legge sul risparmio, risultano assoggettati alle stesse regole dettate dalla disciplina comunitaria. Sebbene, dunque, queste innovazioni non costituiscano tecnicamente una forma di gold plating, tuttavia non può non evidenziarsi come esse possano (ulteriormente) compromettere il level playing field tra gli intermediari italiani e quelli degli altri Stati membri dell’UE.”*

In via parzialmente difforme si è ritenuto (AIBE) che *“le regole di condotta esposte nel documento di consultazione debbano essere considerate degli obblighi aggiuntivi rispetto alle previsioni della direttiva MiFID e di quelle di secondo livello, così che, qualora trovassero attuazione, si realizzerebbe nel nostro ordinamento una ingiustificata disparità di trattamento in contrasto con il principio di massima armonizzazione”*; prospettandosi, pertanto, l’attivazione della procedura di cui all’art. 4 della direttiva 2006/73/CE (c.d. direttiva di secondo livello).

“Estraneità” delle linee di livello 3 rispetto alla disciplina MiFID e conseguente sfavore concorrenziale per gli operatori nazionali è stata posta in evidenza da ASSIOM.

Lo Studio legale ALLEN & OVERY ha osservato che il Documento di consultazione *“sembra introdurre nuove regole di condotta che in parte si distaccano dal quadro giuridico unitario creato dalla MiFID. In ogni caso, pare opportuno che simili misure siano adottate non tanto a livello nazionale, quanto in sede CESR”*.

Il JOINT ASSOCIATIONS COMMITTEE (di seguito JAC), il cui contributo è pervenuto per il tramite dello Studio Legale Clifford Chance, rappresenta che *“la MiFID è una direttiva di armonizzazione massima”* e pone in luce come l’art. 4 della direttiva di “livello 2” (dir. n. 2006/73/CE) preveda una specifica procedura per l’introduzione di obblighi aggiuntivi su base nazionale. In particolare *“requisiti ulteriori”* proposti dal Documento di consultazione, e *“che non sono basati sulla MiFID”*, sarebbero, a titolo esemplificativo: l’obbligo di valutare e pubblicare il *fair value*; il *“divieto di vendere prodotti ai clienti a meno che l’intermediario abbia nel proprio attuale portafoglio un prodotto paragonabile al prodotto venduto”*; *“l’obbligo di valutare l’adeguatezza principalmente con riferimento al livello delle commissioni”*. Al riguardo il JAC si dichiara interessato *“a conoscere le motivazioni che le autorità italiane pensano di presentare alla Commissione Europea per giustificare l’adozione di tali misure”*.

Lo Studio legale CLIFFORD CHANCE, in proprio, ha innanzitutto osservato come *“nell’ambito della c.d. procedura Lamfalussy le misure di livello 3 siano volte a fornire specificazioni ed interpretazioni alle disposizioni contenute nelle normative di livello superiore; in sostanza, scopo del livello 3 è quello di fornire linee guida su come determinati obblighi debbano essere correttamente adempiuti dai soggetti destinatari”*.

Il menzionato Studio legale, lamentato che il Documento di consultazione non richiamerebbe *“le disposizioni comunitarie rispetto alle quali ... [si è] ritenuto necessario fornire le specificazioni di livello 3”*, ritiene che *“talune delle misure di trasparenza imposte agli intermediari lungi dal costituire una specificazione di disposizione contenute a livello comunitario, costituiscano obblighi aggiuntivi tout court”*. Sarebbe il caso, ad esempio, della richiesta di *unbundling* delle varie componenti dell’esborso finanziario richiesto al cliente, o l’*“obbligo di confronto del prodotto illiquido con prodotti succedanei di larga diffusione”*. Parimenti, secondo lo Studio legale CLIFFORD CHANCE, si muoverebbe nel senso di introdurre obblighi aggiuntivi la valutazione, contenuta nel Documento di consultazione, secondo cui *“mediante l’utilizzo di mezzi di contatto non automatici risulta... normale che ai servizi esecutivi sia abbinata la consulenza”*. In prospettiva più generale, il citato Studio legale ritiene che sia *“opportuno che i singoli stati nazionali si astengano dall’adottare le linee di livello 3 senza che una tale attività sia preceduta da un confronto a livello comunitario di più ampio respiro ovvero, laddove questo sia in corso, prima che tale confronto sia effettivamente concluso”*.

Si è anche osservato (ACEPI) come la posizione espressa nel Documento di consultazione risulterebbe *“isolata nel panorama europeo”*, determinando uno *“sfavore concorrenziale per gli intermediari nazionali”*. Sulla stessa linea si è espressa ASSIOM.

Un osservatore suggerisce di attendere l'evoluzione dei lavori del CESR in tema di *best execution*, e di garantire parità di trattamento con le banche degli altri Paesi europei: *“la regolamentazione prospettata nel documento può porre un problema sistemico di funding delle banche italiane”*.

Il tema della novità delle misure nel panorama europeo delle altre Autorità è stato sollevato anche nel corso dell'*open hearing*.

ASSORETI, nel condividere le finalità del Documento, nota come lo stesso *“sembra ispirarsi sostanzialmente all'intento di adattare nella sostanza le regole già presenti nella MiFID alle peculiarità dei prodotti illiquidi, di cui sovente la clientela non è in grado di comprendere pienamente tutte le implicazioni, anche di costi e di rischio, che incidono sul potenziale rendimento atteso”*. L'Associazione peraltro osserva, riferendo poi le proprie valutazioni con riguardo precipuo ai prodotti assicurativo-finanziari, *“che il Documento non si limita in realtà a declinare regole di trasparenza, ma detta canoni comportamentali in parte aggiuntivi rispetto a quelli pianamente derivanti dalla lettura della MiFID, i quali impongono una rigorosa verifica di attinenza a ciascun tipo di prodotto considerato”*.

Secondo ASSOSIM, *“obiettivo delle linee guida in consultazione ... [può ritenersi] quello di fornire maggiore certezza giuridica agli operatori in ordine al contenuto delle disposizioni di legge e/o di regolamento adottate in attuazione della MiFID, senza pertanto introdurre alcun ulteriore obbligo in capo agli intermediari. Quanto sopra contrasta, tuttavia [- secondo l'Associazione-] con il tenore letterale del documento in commento che sembra invece voler introdurre, con riferimento alla prestazione di servizi e attività di investimento aventi ad oggetto prodotti finanziari “illiquidi”, obblighi comportamentali e organizzativi ulteriori rispetto a quanto previsto dalla MiFID. Qualora così fosse, indipendentemente dalla situazione di svantaggio competitivo che ne deriverebbe per gli intermediari italiani in un contesto di mercato unico europeo, sorgerebbe peraltro la necessità per il Governo italiano di notificare tali obblighi ulteriori alla Commissione Europea e, soprattutto, di giustificarne la necessità conformemente a quanto disposto dall'art. 4 della Direttiva della Commissione di c.d. secondo livello”*.

Secondo l'Associazione dunque, sarebbe *“necessario chiarire inequivocabilmente che le linee guida in corso di definizione hanno il solo scopo di individuare possibili modalità applicative delle disposizioni di legge e regolamento menzionate e che, conseguentemente, non si intende da parte dell'Autorità limitare in alcun modo la possibilità per gli intermediari di individuare, al fine di ottemperare a tali disposizioni, modelli comportamentali e/o organizzativi alternativi a quelli che saranno al riguardo proposti dall'Autorità stessa. La previsione di safe harbours da parte dell'Autorità nazionale avrebbe inoltre il pregio di non pregiudicare l'esito dell'analogo dibattito che si sta conducendo in sede CESR in ordine alle disposizioni di livello 3 in materia di best execution, appropriatezza e adeguatezza, di strumenti di investimento “complessi” e di obblighi informativi nei confronti della clientela al dettaglio”*.

TLX osserva come la MiFID affronti il tema *“esclusivamente per principi aventi valenza generale, senza entrare nello specifico di previsioni di dettaglio”*; centrali

risultano le *“linee guida del CESR che favoriscono una trasposizione coerente della legislazione comunitaria da parte di tutti i Paesi”*.

ASSOGESTIONI, invece, nel manifestare *“vivo apprezzamento”* per le finalità e per il contenuto del Documento di consultazione, ritiene che le misure presentate al mercato dalla CONSOB siano *“coerenti sia con i principi rintracciabili nella MiFID sia con gli orientamenti che vanno maturando a livello comunitario in tema di servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico, inserendosi pienamente nel contesto analizzato dalla “call for evidence” della Commissione Europea dello scorso ottobre 2007”*.

1.1.2 Valutazioni

Come specificato fin dalla cornice di riferimento del Documento di consultazione, lo stesso si pone, anche dal punto di vista della forma, non fra le *“fonti del diritto”* propriamente dette, ma fra gli strumenti di *lettura* delle regole vigenti ed in particolare di quelle recate o specificate dal Regolamento CONSOB n. 16190/2007.

Così, quando con apposita *“Call for Evidence”* si era avviato il processo (Documento CONSOB del 17 dicembre 2007) connesso ai lavori di c.d. *“livello 3”* sul Nuovo Regolamento Intermediari si era chiarito che:

“La disciplina degli intermediari emanata con la citata delibera [n. 16190/2007] può richiedere chiarimenti attraverso orientamenti di maggiore dettaglio, al fine di porre gli operatori in condizione di adempiere in modo più certo alle nuove disposizioni. L’iniziativa che si intende così avviare si inserisce in un processo comunitario più ampio. Si ha, infatti, presente che il CESR e la Commissione UE risultano attualmente impegnati in attività volte all’implementazione delle misure applicative della disciplina MiFID. La rilevanza di un’attività interpretativa funzionale alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo è espressamente evidenziata dalla direttiva di livello 2 (cfr. considerando n. 12), nel presupposto che “una regolamentazione che comporti troppa incertezza per le imprese di investimento può ridurre l’efficienza”. Così, il citato considerando n. 12) stabilisce che “le autorità competenti sono tenute ad emanare orientamenti interpretativi sulle disposizioni della presente direttiva, al fine di chiarire in particolare l’applicazione pratica dei requisiti della presente direttiva a particolari tipi di imprese e circostanze. Orientamenti non vincolanti di questa natura potrebbero tra l’altro chiarire in che modo le disposizioni si applichino alla luce degli sviluppi del mercato. Per assicurare un’applicazione uniforme della [normativa], la Commissione può emanare orientamenti tramite l’adozione di comunicazioni interpretative o altri mezzi. Anche il Comitato delle Autorità Europee di regolamentazione dei valori mobiliari [CESR] può emanare orientamenti per assicurare un’applicazione convergente della [normativa] da parte delle autorità competenti”.

I lavori di *“livello 3”*, e quindi il Documento concernente *“Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”*, costituiscono pertanto (non diversamente dalle risposte a quesiti e dalle *“Comunicazioni”* interpretative invalse nella precedente

esperienza) una specifica **lettura interpretativa** di regole generali esistenti (dovere di comportarsi con correttezza, diligenza e trasparenza; dovere di valutare l'adeguatezza o l'appropriatezza delle operazioni degli investitori; dovere di eseguire le transazioni alle migliori condizioni per il cliente) alla luce di specifiche (ed assai significative) circostanze, costituite dalla trattazione, con clientela *retail* di prodotti finanziari illiquidi.

La finalità è quella di fornire preventivamente *orientamenti applicativi* concreti alla luce di cogenti "criteri generali" (esistenti sia nella normativa nazionale, ma anche nella disciplina comunitaria di riferimento e richiamati nel Documento di consultazione: cfr. ad es., art. 19. par. 1⁶ della MiFID). L'obiettivo è quello di adempiere al *dovere* assegnato dalle stesse fonti comunitarie (12° considerando della direttiva n. 2006/73/CE) alle Autorità nazionali di fornire "*orientamenti interpretativi sulle disposizioni della presente direttiva, al fine di chiarire in particolare l'applicazione pratica dei requisiti della... [disciplina] a particolari tipi di imprese e circostanze*".

Opportunamente -si ritiene- per la tutela dei risparmiatori e per l'effettiva certezza degli operatori, tali orientamenti, più che manifestarsi (come pur sarebbe possibile sul piano logico-giuridico) in sede applicativo-sanzionatoria (come suggerito da qualche Associazione), vanno precisati, per quanto possibile, *ex ante* al fine di chiarirne con tempestività, con oggettività e piena consapevolezza gli effetti, anche alla luce di un pubblico confronto in argomento.

All'opposto di quanto suggerito appare utile precisare, pur in una prospettiva necessariamente astratta e generale, la lettura dei "criteri generali di condotta" alla luce della specifica circostanza costituita dalla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. E' infatti utile chiarire, in una ottica proattiva, i comportamenti da tenersi per favorire una corretta applicazione della disciplina di riferimento, riducendo l'incertezza degli operatori. Le linee di indirizzo indicate non hanno il grado di specificità e dettaglio tipico delle misure di "*safe harbour*", ma una valenza interpretativa generale, in presenza degli indicati presupposti, alla luce della quale gli intermediari possono adottare proprie distinte declinazioni.

Posto quanto sopra, quindi, non ha giustificazione giuridica propria parlare di "entrata in vigore" degli orientamenti recati dal Documento di consultazione, non introducendo esso stesso regole, ma fornendo una lettura dei principi e dei criteri generali già esistenti e vigenti sulla base della disciplina primaria e secondaria di riferimento. Purtroppo, si ha presente che tale lettura si è venuta, nei suoi dettagli, definendo con precisione a seguito del Documento di consultazione del maggio scorso e non potrà pertanto che riferirsi ad un tempo *successivo* alla pubblicazione del Documento di "livello 3". In tale prospettiva, il Documento chiarisce che gli intermediari sono tenuti ad aggiornare le proprie procedure al fine di adeguarsi nel più breve termine

⁶ "Gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti...".

ragionevolmente necessario ai principi ed ai criteri dal medesimo evidenziati, avvantaggiandosi anche delle indicazioni di ulteriore dettaglio eventualmente elaborate dalle Associazioni di riferimento.

Non si può ritenere quindi che una lettura o interpretazione di regole (anche generali) esistenti costituisca l'introduzione di una "regola aggiuntiva" rispetto al quadro comunitario di riferimento tale da richiedere l'attivazione delle condizioni e della procedura di cui all'art. 4 della dir. n. 2006/73/CE: se così non fosse ogni attività interpretativa ed applicativa verrebbe preclusa dal momento che esiste sempre (per quanto dettagliata possa essere una regola) un *gap* fra "astrattezza e generalità della norma" e "concretezza e specificità della condotta".

Così, in particolare, non può certamente prospettarsi –contrariamente a quanto sostenuto da un partecipante alla consultazione- la natura di "obbligo aggiuntivo" della lettura, già resa dalla CONSOB in occasione dell'emanazione del "Regolamento Intermediari" (Esito delle consultazioni; "*Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti*") e ribadita nel Documento di consultazione del maggio 2008, della nozione comunitaria del servizio di "consulenza in materia di investimenti".

Tale lettura innanzitutto segue (e non precede) i confronti internazionali in argomento e tiene conto delle scelte comunitarie effettuate e di tutti gli indici normativi forniti dalle fonti europee anche innovativi rispetto al quadro nazionale precedente (cfr. in particolare i considerando 81 e 82 e l'art. 52 della dir. n. 2006/73/CE).

Né può ritenersi -specie per aree, quale quelle prese a riferimento dal Documento di consultazione, non del tutto riconducibili alla MiFID- che ogni orientamento interpretativo nazionale debba invariabilmente *sequire* orientamenti comuni assunti in sede comunitaria.

Non è in tal senso il già citato 12° considerando della direttiva n. 2006/73/CE.

Ciò posto a livello generale circa la natura del Documento, resta che talune misure di *trasparenza* contenute nel paragrafo 1 dello stesso assumono, come si avrà modo di meglio specificare nel prosieguo, valenza di "raccomandazione" in un contesto comunitario di riferimento che non detta principi generali in grado di contenerle.

Inoltre, come ampiamente illustrato nello stesso Documento di consultazione del maggio scorso, per scelta del legislatore italiano (legge n. 262/2005, "*Legge sul risparmio*") la disciplina nazionale di recepimento della MiFID trova estensione anche ad aree precedentemente escluse quali la distribuzione, anche sul mercato primario da parte dello stesso emittente, di prodotti finanziari bancari (tipicamente obbligazioni) e assicurativi (di cui ai rami vita III o V).

Questi ultimi, in particolare, come già in svariate occasioni si è avuto modo di specificare, non sono certamente "strumenti finanziari" e rimangono quindi non

contemplati direttamente dalla MiFID e dai conseguenti orientamenti anche comunitari in argomento; per scelta del legislatore nazionale, tuttavia, che ha preso atto della loro forte assimilazione a strumenti finanziari propriamente detti, la distribuzione di tali prodotti è sottoposta alle medesime regole introdotte con il recepimento della MiFID.

* * *

1.2 Metodo dei lavori.

1.2.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati

Vista la specifica rilevanza delle materie incise dal “Documento di consultazione” è stato richiesto (ABI) di considerare *“una seconda fase di consultazione”*, prevedendosi *“appositi public hearing da parte della Commissione”*. Una *“seconda tornata di consultazioni”* è stata richiesta anche dallo Studio legale FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER.

E' stata altresì rimarcata (ABI) l'opportunità che la CONSOB accompagni la seconda fase di consultazione con preventive valutazioni costi/benefici delle misure previste. Sull'utilità di una valutazione costi/benefici delle misure si è pronunciata ASSIOM, che si è dichiarata disponibile per un *“approfondito confronto con la Commissione”* a seguito del quale *“formulare ulteriori proposte di soluzioni alternative”*. Il JAC esprime *“rammarico”* per una mancata valutazione dei costi che le misure introdotte con il Documento di consultazione determinerebbero.

1.2.2 Valutazioni

Espressamente il Documento di consultazione considerava quale proprio *“contesto di riferimento”* una situazione di mercato all'epoca (maggio 2008) *“di tensione finanziaria”* sul *“mercato dei fondi interbancari a livello internazionale”*, *“suscettibile di ingenerare uno stimolo all'offerta di prodotti di raccolta diretta negli intermediari, soprattutto bancari, al fine di stabilizzare il funding e contenerne il costo”*. Si leggeva, ancora, nel Documento di consultazione di maggio: *“l'esame di recenti emissioni ha evidenziato il ricorso da parte delle banche al collocamento presso clientela al dettaglio di obbligazioni subordinate e di prodotti ibridi, nel passato destinate esclusivamente a clientela istituzionale... Tali prodotti, pur caratterizzati da profili di rischiosità e complessità più accentuati delle obbligazioni bancarie c.d. plain vanilla, potrebbero essere -non correttamente- a queste assimilate da parte degli intermediari nella fase distributiva”*.

Le tensioni del mercato per tempo colte e segnalate dal Documento di consultazione per i possibili diretti effetti sugli interessi degli investitori, si sono trasformate in una situazione di crisi che mantiene valide le analisi effettuate enfatizzandone le implicazioni e le conseguenze.

Le accentuate esigenze di stabilità e di approvvigionamento delle banche (non solo italiane) pongono a forte rischio il rispetto della correttezza e della trasparenza nei rapporti con i risparmiatori: obiettivi “egoistici” degli operatori bancari, mai come in questa fase, potrebbero fare premio rispetto alla cura dell’interesse del cliente.

Se le banche (anche estere) hanno l’interesse indefettibile ad abbassare i propri costi di *funding* e a ripatrimonializzarsi, il ricorso ad emissioni obbligazionarie indirizzate sempre più agli investitori al dettaglio anche con formule “ibride” o “subordinate” è destinato ad ulteriormente incrementarsi.

Un *duraturo* ed *effettivo* superamento della crisi transita non da un “congelamento” dei valori di correttezza e trasparenza nei confronti degli investitori a favore di un preteso prevalente interesse alla stabilità dell’intermediario, ma da una piena valorizzazione della fiducia e degli interessi dei clienti/investitori anche nella prospettazione delle condizioni a cui la banca effettua, mediante emissioni obbligazionarie, raccolta diretta. Il che si traduce in specifici oneri di trasparenza, correttezza (specie in termini di *pricing* delle emissioni) e di valutazione di adeguatezza degli investimenti proposti rispetto al profilo del cliente.

Le condizioni del mercato rendono necessario non posticipare ulteriormente la definitiva pubblicazione delle linee interpretative e di indirizzo della CONSOB in argomento.

Peraltro, si soggiunge che l’emanazione del Documento avviene a seguito di un approfondito confronto con gli interessati, che è stato condotto, in accoglimento delle istanze dell’industria, in più fasi.

Infatti, dopo la pubblicazione del Documento di consultazione, che ha ricevuto numerose osservazioni, si è svolto un confronto diretto con gli Uffici della Commissione, aperto al pubblico ed in particolare a coloro che avevano formulato le ridette osservazioni (*open hearing* del 15 dicembre 2008).

Il Documento finale è frutto di una attenta valutazione di tutte le posizioni che sono state espresse nelle menzionate sedi.

* * *

Quanto all’analisi “costi/benefici” si osserva come la stessa meglio si attagli al processo di produzione di nuove regole piuttosto che alla lettura interpretativa di regole vigenti.

Inoltre la pubblicazione del Documento di consultazione nel corso del più generale rinnovamento dei sistemi operativi aziendali in ottica MiFID, si ritiene possa consentire un contenimento dei costi di implementazione grazie alle economie di scopo realizzabili.

Al riguardo si fa presente che temi trattati dal Documento di consultazione sono stati oggetto di attenzione nell'ambito di incontri con gli intermediari sullo stato di attuazione della MiFID. Gli operatori hanno manifestato sensibilità sul tema ed hanno, in taluni casi, anticipato soluzioni di implementazione delle linee tratteggiate nel Documento di consultazione. E' il caso della espressa volontà di accompagnare l'emissione di obbligazioni bancarie proprie con un impegno che ne garantisca la liquidità a condizioni date, nonché dell'avvio della sperimentazione di soluzioni operative più sofisticate per la valutazione di adeguatezza che tengano specificamente conto del profilo dell'illiquidità.

Sulla base dei confronti concreti condotti risulta quindi confermata la percorribilità delle soluzioni indicate nel Documento di consultazione, anche in termini di ragionevolezza dei costi necessari per la relativa implementazione.

Nel merito si osserva poi, che gli stessi costi di adattamento alle linee tratteggiate dal Documento di consultazione sono stati dagli intervenuti evocati ed enfatizzati piuttosto che illustrati e specificati.

Sul piano non soltanto qualitativo si osserva che i costi di implementazione di soluzioni, anche informatiche, compatibili con i criteri di valutazione dell'adeguatezza quali suggeriti dal Documento di consultazione siano assolutamente irrisori rispetto ai possibili benefici, anche indotti, per il singolo risparmiatore e per la più efficiente allocazione delle risorse disponibili.

Al riguardo si sottolinea che le misure specificate nel documento riguarderebbero una rilevante e crescente porzione del portafoglio finanziario dei risparmiatori al dettaglio. Come già evidenziato nel Documento, *“nel mercato nazionale risulta particolarmente significativo l'investimento diretto da parte di soggetti non professionali delle proprie disponibilità finanziarie, che, per una porzione rilevante, vengono indirizzate verso prodotti con elevato rischio di liquidità quali obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario nonché derivati OTC”*. In particolare, il peso di polizze assicurative ed obbligazioni bancarie in rapporto alla ricchezza finanziaria delle famiglie si è portato dal 16% del 1997 a circa il 26% nel 2007.

Si soggiunge infine che la declinazione delle regole di condotta con riguardo a tali particolari fattispecie appare di esteso valore anche per l'industria sotto il profilo della certezza delle regole in contesti specifici e ad un tempo così rilevanti.

Peraltro, se con l'enfaticizzazione dei “costi”, si intenda poi fare riferimento al fatto che criteri di più corretto *pricing* delle emissioni obbligazionarie (o di prodotti

assicurativo-finanziari o di derivati OTC) possano determinare un più alto costo del *funding*, si ribadisce che il segnalato effetto costituirebbe la prova economica della sostanzialità e della necessità della lettura fornita dal Documento di consultazione, al fine di porre, almeno per il futuro, l'intermediario in condizioni di non profittare della posizione di contrapposizione di interessi con il cliente/prenditore.

* * *

1.3 Relazione con la “disciplina Emittenti”

1.3.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stata segnalata (ABI) la necessità di raccordare la lettura fornita dal Documento di consultazione con le “discipline emittenti” e “mercati”. Così, si è sostenuto (ABI) che *“la previsione dell’obbligo di pubblicazione di un documento, in tutto simile ad un vero e proprio prospetto informativo per i titoli quotati su un MTF, non appare coordinato con il dettato del Regolamento Emittenti, oltre che con l’art. 205 del TUF in materia di esenzione dall’obbligo di pubblicare un prospetto”* (cfr. *infra* osservazioni a par. 1.2 e par. 1.9 del “Documento di consultazione”). Sul medesimo aspetto si è espressa anche ASSIOM. Con riguardo alla relazione con la disciplina del prospetto si è osservato (ACEPI), seppure con riferimento a *“certificati e obbligazioni strutturate”*, come *“la trasparenza sul prodotto debba rientrare in primis nella sfera di responsabilità dell'emittente del prodotto medesimo, depositario della necessaria conoscenza. Ed invero, all'esigenza di assicurare un'adeguata trasparenza del prodotto (e di definirne l'ambito) provvede istituzionalmente la disciplina del prospetto... sono gli emittenti, e non gli intermediari, i soggetti depositari della intima conoscenza del prodotto necessaria per la disclosure sulle caratteristiche intrinseche del prodotto. ... E' noto che gli intermediari potrebbero non disporre né della maggior parte delle informazioni che... [il documento di consultazione] appare richiedere perché l'intermediario possa ritenersi operare con "correttezza e trasparenza" (unbundling delle componenti, fair value, etc), né della expertise necessaria a procurarsele autonomamente”* (in tal senso anche lo Studio legale CLIFFORD CHANCE: *“la maggior parte degli intermediari – almeno quelli che non strutturano il prodotto dal punto di vista ingegneristico – non hanno competenze tecniche e presidi organizzativi tali da permettere loro di reperire le informazioni richieste nel Documento di consultazione”*). ACEPI conclude nel senso che le informazioni sulle *“caratteristiche intrinseche”* del prodotto *“dovrebbero rimanere in capo agli emittenti”*, mentre *“per quanto riguarda le circostanze esterne al prodotto, quali la possibile carenza di liquidità, o le componenti di costo relative allo spread denaro/lettera, esse dovranno senz'altro essere senz'altro fornite dagli intermediari”*, convenendosi con le soluzioni all'uopo tratteggiate nel Documento di consultazione. Viene inoltre considerato *“un ulteriore sconfinamento oltre il perimetro dell'intermediazione”*, la *“previsione [da parte del Documento di consultazione] di*

particolari cautele in capo all'emittente/intermediario per quanto riguarda la fase di ingegnerizzazione dei prodotti”.

In via maggiormente relativa si è osservato (ANIA) che *“le misure di disclosure e di trasparenza poste a carico degli intermediari nella distribuzione di prodotti illiquidi, in svariati casi riguardano informazioni già previste dal prospetto dei prodotti finanziari assicurativi. Pertanto, pur tenendo conto del diverso piano di regolamentazione che concerne l'emittente e il distributore del prodotto, si chiede di precisare che qualora determinate informazioni siano già previste dal prospetto, l'intermediario non dovrà produrre ulteriore documentazione da consegnare all'investitore ma potrà assolvere ai suoi obblighi informativi illustrando i contenuti delle informazioni in esame all'investitore”.*

ASSOSIM ha rappresentato *“l'opportunità di non porre a carico degli intermediari obblighi di informativa che duplichino quanto già contenuto nei prospetti di quotazione o di sollecitazione. A tal proposito si potrebbe invece prevedere che, nel prospetto informativo già esistente, siano ancor meglio specificati/evidenziati aspetti quali:*

- *le componenti di costo per il cliente;*
- *l'opportunità che lo strumento sia detenuto sino a scadenza;*
- *lo standing dell'emittente o del garante”.*

Lo Studio legale ALLEN & OVERY ha suggerito di prevedere che le misure indicate dal Documento di consultazione siano dichiarate *“applicabili all'intermediario che presta un servizio di investimento verso la propria clientela e non già all'emittente sottratto alla disciplina MiFID in quanto gli obblighi informativi dell'emittente sono dettagliatamente disciplinati dalla Direttiva 2003/71/CE (la **Direttiva Prospetti**) nonché dal relativo Regolamento CE 809/2004 (il **Regolamento 809**) (avente applicazione diretta in tutti gli Stati Membri)”.* Il citato Studio legale ha ulteriormente evidenziato come, ai sensi della “disciplina emittenti” tutti i partecipanti ad un'offerta devono fornire informazioni “coerenti con il prospetto” e che *“ogni informazione significativa non contenuta nel prospetto, ma fornita nel contesto dell'offerta debba essere oggetto di apposito supplemento”.*

Lo Studio legale FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, ha chiesto se gli obblighi informativi indicati dal Documento di consultazione possano considerarsi assolti con la consegna del prospetto che riproduca gli elementi richiesti, o sia avvertita la necessità di fornire separatamente una “scheda prodotto”. Analogamente, lo Studio legale CLIFFORD CHANCE chiede se il contenuto del prospetto informativo [redatto in conformità alle disposizioni comunitarie ed eventualmente non secondo la più stringente prassi imposta dalla CONSOB in sede di esame dei prospetti nazionali] sia o meno sufficiente per adempiere alle misure di trasparenza richieste ad un intermediario che presta servizi di investimento.

BORSA ITALIANA ha osservato come *“le misure di trasparenza ex ante proposte nel Documento di consultazione... sembrerebbero essere già rappresentate da tutte quelle informazioni che gli emittenti sono chiamati ad inserire nel prospetto di quotazione”,* salvi i casi di prospetti esteri, per i quali potrebbe essere utile o necessario richiedere

all'emittente la pubblicazione di una "scheda prodotto" che riporti le principali informazioni richiamate nel documento di consultazione.

1.3.2 Valutazioni

In materia giova preliminarmente ribadire un aspetto che pare non essere stato adeguatamente colto da taluni partecipanti al processo di consultazione.

Con specifico riguardo alle misure di *trasparenza* tratteggiate nel Documento del maggio scorso (paragrafo 1), si osserva che le stesse, a differenza di quelle in tema di correttezza ed adeguatezza/appropriatezza (paragrafi 2 e 3), sono in larga parte "raccomandazioni", ossia rappresentazioni di comportamenti esemplificativi ritenuti appropriati dall'Autorità, piuttosto che esito di una lettura interpretativa di condotte doverose in quanto discendenti dall'applicazione di criteri di comportamento richiesti dalla disciplina.

Così, ad esempio, la "*disclosure dei costi e del fair value*" (par. 1.2.; 1.3; 1.4; 1.5) - ed i relativi esempi (par. 1.6; 1.7)- è, già nel tenore letterale⁷ del Documento, "raccomandata", nel suo contenuto di dettaglio.

Parimenti "*opportuno*" è considerato procedere a "confronti" con prodotti succedanei di larga diffusione (par. 1.8, 1.9) e utilizzare, al fine di veicolare le informazioni rilevanti alla clientela, una "scheda prodotto" (1.10). E' infatti specificamente ribadito che la disciplina della trasparenza recata dalla MiFID e dalle relative misure di esecuzione è basata non sul *singolo* prodotto finanziario ma disegnata per "*tipo specifico di prodotto*".

Con maggiore chiarezza nel Documento finale si ribadisce la natura di raccomandazione delle misure di trasparenza *ex ante* suggerite dal Documento.

In tale contesto, può anche cogliersi l'effettivo combinarsi degli adempimenti di trasparenza richiesti dalla "disciplina prospetto" (comunitaria e nazionale) con quelli imposti o raccomandati all'intermediario nella cornice di riferimento della MiFID.

Premesso che in Italia, per le già rammentate scelte del legislatore nazionale, le banche e le imprese di assicurazioni che emettono prodotti finanziari, oltre ad essere sottoposte alla disciplina del prospetto, sono anche sottoposte a vincoli di correttezza di comportamento nella relazione con il cliente (su cui si v. *infra*), resta salva, quanto agli adempimenti doverosi di trasparenza, la clausola che regola la relazione fra le distinte fonti comunitarie (direttiva prospetto, da un lato, MiFID, dall'altro) di cui al 52° considerando della direttiva n. 2006/73/CE:

"La situazione in cui l'impresa di investimento fornisce al cliente una copia di un prospetto redatto e pubblicato conformemente alla direttiva 2003/71/CE del

⁷ I vari sottoparagrafi del Documento usano espressioni equivalenti: "*si raccomanda*"; "*è opportuno*"; "*risulta opportuno*".

Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (1), non deve essere trattata come la situazione in cui l'impresa fornisce informazioni al cliente ai fini delle disposizioni sulle condizioni operative di cui alla direttiva 2004/39/CE riguardanti la qualità e il contenuto di tali informazioni, se l'impresa non è responsabile a norma di tale direttiva per le informazioni date nel prospetto".

Alla luce dell'indicata previsione, dunque, e a titolo esemplificativo, se una banca distribuisce una propria obbligazione per la quale ha redatto un prospetto informativo ai sensi della relativa disciplina (risultandone quindi per gli effetti responsabile) veicola i propri *doveri* di trasparenza (anche derivanti dal quadro MiFID) con il menzionato prospetto.

Resta l'invito a considerare gli ulteriori aspetti suggeriti e raccomandati con il Documento di "livello 3" che, anche al fine di contenimento dei costi, ben potrebbero essere inseriti nella "documentazione d'offerta".

Illuminanti ai fini della ricostruzione della realtà, per quanto non condivisibili sul piano della pretesa assenza di doveri in capo all'intermediario, sono poi le constatazioni che sono pervenute nell'ambito della consultazione circa il fatto che *"la maggior parte degli intermediari – almeno quelli che non strutturano il prodotto dal punto di vista ingegneristico – non hanno competenze tecniche e presidi organizzativi tali da permettere loro di reperire le informazioni richieste nel Documento di consultazione"*.

Non accettabile risulta infatti la pretesa "scriminante" costituita dalla generale incapacità dell'intermediario di conoscere effettivamente le caratteristiche di costo e di struttura del prodotto che, pur ingegnerizzato da altri, egli distribuisce.

E ciò in quanto non si vede come, in presenza di tali presupposti, l'intermediario potrebbe offrire un *pricing* corretto del prodotto commercializzato e valutarne effettivamente l'adeguatezza/appropriatezza per il proprio cliente, aspetti, questi ultimi, del tutto doverosi.

E' infatti principio invalso nei fondamenti stessi della disciplina dei servizi di investimento (costituendo un presupposto necessario per l'effettivo operare delle più specifiche regole di condotta) quello per il quale l'intermediario deve *conoscere i prodotti* che tratta.

Non è commercializzabile nel rispetto di principi di correttezza e adeguatezza/appropriatezza a clientela *retail* (poiché, come si avrà modo di ribadire nel prosieguo, tale è l'ambito di applicazione del Documento) un prodotto che l'intermediario stesso (e, quindi a maggior ragione il cliente al dettaglio) non ha le capacità tecnico-professionali per conoscere.

1.4 Ambito di applicazione delle misure di “livello 3”: clientela *retail*.

1.4.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato chiesto (ABI; AIBE; ASSOSIM; Studio legale ALLEN & OVERY; Studio legale CLIFFORD CHANCE) di confermare che l'ambito di applicazione delle misure di “livello 3” che verranno elaborate sia da intendersi riferito alla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi esclusivamente nella relazione con clienti al dettaglio (*retail*) e non quando si entra in relazione con clienti professionali o con “controparti qualificate”.

Si muove nell'assunto che il documento di consultazione attenga alla distribuzione nei confronti di “clienti al dettaglio” la risposta di ABAXBANK.

Il JAC osserva che *“l'applicazione di qualsiasi protezione orientata a clienti retail nella negoziazione di contratti derivati OTC con professionali o controparti qualificate sarebbe particolarmente problematica ed inappropriata”*.

Lo Studio legale LOIACONO e ASSOCIATI, nel *“condividere pienamente i principi espressi nel Documento”* di consultazione, osserva che lo stesso fornisce *“una chiara esemplificazione di comportamento trasparente, corretto e nell'interesse del cliente al dettaglio”*. Il citato Studio ritiene peraltro che i criteri tratteggiati, dovrebbero essere adottati *“sia pure in forma più sfumata, anche nella negoziazione con clienti professionali e controparti qualificate”*.

1.4.2 Valutazioni

Il Documento di consultazione fin dalla propria “Premessa” faceva riferimento al *“massimo affidamento”* della *“clientela... al dettaglio”* nell'assistenza dell'intermediario, *“con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione ed alle definizioni delle condizioni economiche da applicare alla medesima”*. Inoltre, si richiama come *“particolarmente significativo [per il mercato nazionale] l'investimento diretto da parte di soggetti non professionali delle proprie disponibilità finanziarie... verso prodotti con elevato rischio di liquidità quali obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario nonché derivati OTC”*.

Altri riferimenti alla *“clientela al dettaglio”* come punto di riferimento delle misure elaborate si rinvengono nel Documento di consultazione, fin dalla ricostruzione del contesto di mercato di riferimento.

Inoltre, e soprattutto, nel paragrafo del Documento di consultazione

significativamente intitolato “L’ambito di applicazione delle linee di livello 3”, si faceva specifico riferimento al fatto che “*i principi esposti dovranno essere tenuti in considerazione dagli intermediari per tutte le transazioni poste in essere con clientela retail su quegli strumenti ... che... mancano sia di un intrinseco meccanismo di fair valuation sia, spesso, della possibilità (di diritto o di fatto) di una pronta ed efficiente liquidabilità dell’investimento*”.

Si ritiene quindi di confermare, come già fatto palese, che le misure elaborate fanno riferimento alla distribuzione di prodotti illiquidi alla **clientela al dettaglio**.

Del resto, ponendosi le misure di livello 3 in commento in via di interpretazione e di lettura dei principi di correttezza e diligenza che non trovano applicazione per espressa menzione della stessa disciplina comunitaria (art. 24, par. 1, della MiFID) nei confronti delle “*controparti qualificate*”, una estensione delle soluzioni del Documento anche a tale ultima tipologia di clienti era ed è normativamente da escludersi.

* * *

1.5 Ambito di applicazione delle misure di “livello 3”: definizione di prodotti finanziari illiquidi.

1.5.1 Osservazioni di Associazioni ed interessati

E’ stata segnalata (ABI) la necessità di precisare “*i criteri in base ai quali considerare come illiquidi determinati prodotti*” (sul punto anche Studio Legale ALLEN & OVERY), suggerendosi di considerare che “*l’illiquidità è... uno stato di fatto piuttosto che una caratteristica dipendente dal mercato di riferimento, posto che esistono prodotti quotati su mercati regolamentati che sono poco trattati e, dunque, illiquidi ed esistono prodotti che, pur trattati OTC, risultano sufficientemente liquidi*”. Un osservatore nell’auspicare precisazioni su cosa debba intendersi per “prodotti illiquidi” osserva che alcuni mercati regolamentati “*non danno alcuna garanzia in termini di liquidità dei prodotti colà quotati*”.

Invece, lo Studio legale ALLEN & OVERY ritiene “*auspicabile chiarire che, ove il prodotto sia destinato alla quotazione presso un mercato regolamentato ovvero un MTF, tale liquidità sia garantita dalla stessa struttura di tali sedi di negoziazione. D'altra parte appare opportuno sottolineare anche il ruolo svolto dagli internalizzatori sistematici, contemplati dalla MiFID, come sedi di negoziazione, al fine di valutare positivamente la liquidità del singolo prodotto*”.

La nozione di prodotti liquidi non dovrebbe essere circoscritta ai titoli trattati nei mercati regolamentati - si è argomentato (AIBE)- ma anche sugli MTF e da parte degli internalizzatori sistematici. Il riferimento ai titoli trattati dagli internalizzatori sistematici come “titoli liquidi” si trova anche in ASSORETI.

In via parzialmente difforme si è richiesto (ACEPI) di chiarire che *“la quotazione presso mercati regolamentati o MTF che prevedono misure atte a garantire la formazione di una regolare ed efficiente negoziazione degli strumenti, determina in via presuntiva la liquidità dei relativi prodotti e la inapplicabilità delle misure di livello 3”*. Si è richiesto (ACEPI) di poter rinvenire una *“regolare ed efficiente negoziazione”* e, dunque, uno status di “liquidità” del titolo in *“presenza di a) un market maker che si impegna ad esporre in via continuativa proposte di negoziazione con spread denaro/lettera massimi e quantità minime, definiti in sede di ammissione alla quotazione; b) un'attività di monitoraggio del rispetto di tali obblighi di quotazione svolta, anche questa in via continuativa, dalla società di gestione del mercato regolamentato o del relativo MTF”*.

ASSOSIM ritiene *“opportuno che l’Autorità individu...[i] i parametri di riferimento della liquidità, opportunamente differenziati per tipologia di prodotto e, nell’ambito di ciascuna tipologia, per mercato di riferimento (se esistente). Detti parametri dovrebbero peraltro non precludere la possibilità per l’intermediario di classificare un prodotto come illiquido al ricorrere di circostanze non previste nell’elencazione fornita dall’Autorità, ma tali da renderne comunque difficoltoso o oneroso lo smobilizzo”*. Richiesta di parametri oggettivi che contribuiscano a definire cosa debba intendersi per “prodotti illiquidi” proviene anche dallo Studio legale CLIFFORD CHANCE. ASSOSIM ha altresì suggerito di distinguere le indicazioni del Documento di consultazione dedicate ai titoli illiquidi *tout court* dagli indirizzi riguardanti invero i prodotti complessi e i derivati OTC in particolare. A quest’ultimo riguardo l’Associazione nota come prodotto complesso (ad es. obbligazione strutturata) non sia sinonimo di prodotto (più) rischioso.

ASSIOM osserva come la caratteristica della illiquidità sia un aspetto “di fatto” piuttosto che una caratteristica riconducibile necessariamente ad una data tipologia di prodotto, e che tale caratterizzazione assume maggiore chiarezza *ex post* piuttosto che *ex ante*.

BORSA ITALIANA, nell’esprimere *“vivo apprezzamento”* per l’iniziativa della Consob, pone in luce due specifici aspetti che caratterizzano i mercati regolamentati rispetto ai *“sistemi bilaterali dove gli intermediari si pongono in contropartita diretta con i clienti”*: innanzitutto, meccanismi di *price discovery* che determinano la formazione di prezzi affidabili e puntuali, anche grazie alle caratteristiche microstrutturali dei mercati: *“diversa sembra essere la situazione di un sistema bilaterale quote driven, guidato cioè dalle quotazioni esposte da un singolo intermediario e dove non è possibile contribuire alla formazione dei prezzi. In tal caso, infatti, ciascun investitore potrebbe agire nella sola veste di price taker e non anche in quella di price maker”*. A sostegno, si citano iniziative regolamentari della Banca d’Italia (proposte di modifica del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio) ove si fa riferimento al fatto che *“Le SGR possono considerare liquidi gli strumenti finanziari quotati a meno che non siano disponibili informazioni che inducano a una valutazione diversa”*. In secondo luogo, elemento caratterizzante i mercati regolamentati, è costituito dalla presenza di un prospetto di quotazione, a disposizione dei negozianti e dei relativi clienti, che veicola già, secondo BORSA ITALIANA (un rinvio al prospetto di quotazione ed alla sua valenza si registra anche

nelle osservazioni di TLX, che rammenta anche di aver adottato delle “schede prodotto”)- le informazioni richieste al paragrafo 1 del Documento di consultazione.

Di conseguenza BORSA ITALIANA propone che *“le misure di Livello 3 in commento non si applichino qualora gli intermediari operino direttamente sui mercati regolamentati”*.

TLX osserva come *“sul piano della garanzia di liquidità dello strumento, c’è una sostanziale differenza tra la scelta di un mercato multilaterale e un secondario organizzato solo su base bilaterale. C’è differenza anche nell’ambito dei mercati multilaterali, tra mercati a sistema misto, che permettono la libera competizione tra tutti i partecipanti e i mercati con modello esclusivamente quote driven, in cui agli investitori retail non è permesso di mettersi in competizione con i contributori o market maker attivi sui titoli”*. In tale prospettiva, secondo TLX, il Documento dovrebbe *“indicare il ventaglio possibile delle soluzioni attraverso cui gli intermediari possono agire per la rimozione o... la riduzione”* della situazione di illiquidità.

Lo Studio legale FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, nell’apprezzare la specifica attenzione volta alla *“distribuzione di titoli per loro natura complessi ed opachi al pubblico retail che in Italia ne detiene percentuali di gran lunga superiori a quelli presenti nei portafogli degli altri investitori europei”*, chiede se rientrino nella definizione di prodotti illiquidi *“le obbligazioni bancarie quotate su mercati regolamentati e per le quali sia prevista la presenza di un soggetto il quale si impegna per tutta la durata del prestito obbligazionario a fornire liquidità”*.

Si è posto in luce (ABAXBANK) come nel “Documento di consultazione” uno degli elementi di “illiquidità” tratteggiati fosse rinvenuto nella negoziabilità dello strumento solo da parte dello stesso emittente o di altre entità del medesimo gruppo, per porre in evidenza come la menzionata circostanza non sia estranea anche ad alcuni mercati regolamentati, ed in particolare al SeDeX (segmento ove sono trattati *certificates* e *covered warrant*), ove l’emittente è *market maker* e ove la quota *“di gran lunga preponderante”* delle negoziazioni avviene con la partecipazione del *market maker*.

Sul tema, si è espressa ASSOSIM la quale chiede *“di chiarire se, come si ritiene, le linee guida in argomento si applichino anche ai certificates, in particolare quando tali strumenti non siano negoziati su alcuna trading venue”*. Un osservatore chiede di precisare se il documento si riferisca anche a *certificate* e a *covered warrant*.

ASSOSIM suggerisce anche di estendere l’ambito di applicazione delle misure in consultazione *“in particolare, alle quote di fondi che si limitano a replicare l’andamento di un indice”*; *“potrebbe risultare analogamente utile (nei limiti in cui, cioè, tale utilità sia riscontrabile in relazione a strumenti sintetici similari) fornire, al sottoscrittore di tali quote di fondi, indicazioni sui costi e sull’andamento di strumenti analoghi”*.

ASSOGESTIONI, *“nel condividere l’ambito di applicazione oggettivo impresso alla fattispecie”* *“chiede di includervi in modo esplicito i c.d. certificate, trattandosi di “prodotti complessi” ad ampia diffusione presso la clientela retail e spesso di difficile comprensione da parte della stessa”*.

Con specifico riferimento ai prodotti assicurativi si evidenziano le seguenti osservazioni.

ANIA chiede conferma del fatto che il riferimento del Documento di consultazione ai prodotti finanziari assicurativi non assegni *a priori* a tutti i prodotti della specie la qualifica di illiquidi. In particolare si pone in luce come si rinvercano “alcuni prodotti assicurativi finanziari (p. es. di tipo unit linked) che presentano caratteristiche riguardanti la liquidità del tutto analoghe a quelle di altri prodotti di risparmio gestito (p.es. fondi comuni)”. L’Associazione osserva, quanto alla “impossibilità giuridica al disinvestimento”, come ai sensi dello stesso codice civile, “il diritto di riscatto deve essere contemplato nella polizza, e la sua disciplina è affidata dalla legge alle clausole contrattuali. Per quanto riguarda specificamente le operazioni di capitalizzazione, esse sono dotate di una disciplina speciale di settore, la quale stabilisce tra l’altro che “Il riscatto è consentito a partire dal secondo anno e a condizione che il contraente abbia corrisposto il premio per un’intera annualità” (art. 179, comma 4, Codice delle assicurazioni private). Anche in questo caso, il diritto di riscatto è connaturato al contratto, sebbene il legislatore abbia deciso egli stesso un vincolo temporale per ragioni fondamentalmente inerenti alla funzionalità economica dell’operazione di capitalizzazione”. Con riferimento alla “limitazione fattuale al disinvestimento” ANIA rileva che “eventuali limitazioni all’inizio della durata contrattuale alla riscattabilità del contratto, oltre a trarre origine, nel caso dei contratti di capitalizzazione, da norme di legge, possono essere funzionali alla struttura di pricing del prodotto che permette di remunerare adeguatamente l’attività, a valore aggiunto, di servizio di consulenza/collocamento prestato al cliente. Alcune limitazioni al disinvestimento permettono di adottare meccanismi che riducono l’esposizione ai rischi di mercato, di fornire rendimenti più elevati e in linea con quelli di lungo periodo, nonché di aumentare la “security” dell’investimento”. Superabile sarebbe pure l’osservazione circa la mancanza di mercati secondari di scambio, che non sarebbe rinvenibile, secondo ANIA “certamente nel caso di contratti di capitalizzazione, che per loro stessa natura contengono, in via generale, precise obbligazioni di risultato sotto forma di garanzia di un rendimento minimo, e non riguardi le polizze di ramo III di tipo unit linked, il cui investimento finanziario sottostante ha un valore di mercato, in analogia ai fondi comuni”.

ANASF, nel manifestare “generale apprezzamento sul documento pubblicato” con il quale la Commissione indica “una strada per un primo superamento di alcune asimmetrie” fra diverse tipologie di prodotti oggetto di distribuzione, “sottolinea l’esigenza di prevedere, relativamente ai prodotti finanziari assicurativi, una separata indicazione delle regole applicabili alle polizze index linked e di quelle applicabili alle polizze unit linked, in ragione della diversità dei rischi e delle caratteristiche che le contraddistinguono”.

Anche ASSORETI concentra le proprie osservazioni sui prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, osservando che “sembra dubitabile che la presenza o meno di un mercato di riferimento possa essere in sé indicativa del livello di rischio di un prodotto. Potenzialmente possono non esservi limiti alle perdite su prodotti negoziati in un mercato; mentre per converso una polizza, per definizione illiquida, potrebbe contenere una garanzia di risultato che la renderebbe scevra da rischio. In ogni caso

la polizza è un prodotto “a causa illiquida”. Essa viene sottoscritta a seguito di un processo nel quale viene scontata l’assenza di liquidità mentre sono valutati altri elementi (si pensi alle garanzie offerta dall’assicuratore o al divieto di azioni esecutive o cautelari sulle somme da questi dovute), nella piena consapevolezza dell’ampiezza temporale dell’investimento. Ciò induce a ritenere che le polizze pongano problemi non tanto di assenza di liquidità, quanto, se mai, di trasparenza e correttezza all’atto del collocamento (per prevenire i quali, ad esempio, sono stati predisposti, in sede di autodisciplina associativa, specifici indicatori di anomalia volti a monitorare eventuali versamenti o comportamenti anomali da parte di contraenti assistiti da un medesimo promotore finanziario, basati proprio sul presupposto della non liquidità del prodotto). Non sembrerebbe quindi opportuno costruire le regole di comportamento sulla base di una patologia del rapporto, anziché sulla sua naturale configurazione causale”. Secondo l’Associazione, “la pervasività delle regole di trasparenza espresse nel Documento di consultazione rende ancora più pressante l’esigenza degli operatori di conoscere con esattezza quali di esse si applichino a ciascuna delle tipologie di prodotti illiquidi. E con riguardo, in particolare, ai prodotti finanziari assicurativi, si deve sottolineare come sia particolarmente avvertita l’esigenza di una separata indicazione delle regole applicabili alle polizze index linked e di quelle applicabili alle polizze unit linked, attesa la diversità di caratteristiche e di rischi di cui le stesse sono rispettivamente portatrici”.

Le Associazioni sindacali hanno espresso apprezzamento per il Documento di consultazione “che va nella giusta direzione... nella definizione dell’ambito di applicazione delle linee di 3° livello”.

1.5.2 Valutazioni

Le misure elaborate da parte della CONSOB hanno come ambito di riferimento, la distribuzione a clienti al dettaglio di **prodotti finanziari illiquidi**.

Nel caso in cui oltre alla “illiquidità” si registrino ulteriori condizioni di specifica “complessità” del prodotto sono indicate specifiche misure di attenzione per gli operatori.

Quanto all’illiquidità, si conviene, come anche anticipato nel Documento di consultazione, che tale caratteristica sia una connotazione di fatto, più che una connotazione da collegarsi ad uno stato di diritto.

In particolare la liquidità di un titolo è ricollegabile alla presenza di controparti disposte all’acquisto secondo meccanismi di tempo e di prezzo efficienti.

Dunque l’illiquidità a cui ci si riferisce nel Documento di consultazione è quello stato in cui un titolo si trova per cui il portatore dello stesso:

- a) ha difficoltà a cederlo o a rivenderlo;

- b) in un lasso temporale ragionevole;
- c) a condizioni di prezzo significative ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita⁸.

Al fine di verificare che queste condizioni siano soddisfatte potranno valutarsi indicatori quali ad esempio l'ampiezza dello *spread* denaro/lettera, l'ampiezza e la profondità del *book* di negoziazione con particolare riguardo alla numerosità dei contribuenti, la frequenza ed il volume delle transazioni, la disponibilità di informativa sulle condizioni delle transazioni.

In recenti documenti pubblicati a livello internazionale da associazioni dell'industria e da comitati di regolatori, nonché in normative comunitarie e nazionali che insistono sul settore dell'intermediazione mobiliare, si rinvencono indici che possono contribuire al processo di individuazione della fattispecie "prodotto illiquido".

In particolare un recente documento del CESR "*Statement on fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets*" (pubblicazione finale in data 3 ottobre 2008, a conclusione di un processo di consultazione) che riguarda la valutazione nel bilancio degli emittenti di prodotti illiquidi, individua come tali quelli non trattati in "*active markets*". Al fine di determinare se esista o meno un mercato attivo, il CESR definisce poi dei concreti parametri di riferimento: "*when determining whether markets are active, the objective of the issuer's assessment should be to decide whether transactions are frequent enough to provide pricing information. Among other criteria issuers may use standard measures of liquidity in the context of regularity such as bid-ask spreads and number of transactions. However, even if the number of transactions is relatively low compared to other markets or to the past, the market could still be active. If observed transactions are no longer regularly occurring, even if the bid-ask prices might be available, the market should not be considered as active anymore. However, those bid-ask prices might continue being relevant to determine fair value*".

Nella produzione normativa comunitaria di settore si può citare la definizione di titolo illiquido nella Direttiva 2007/16/CE in materia di *eligible assets* degli UCITS, secondo cui (cfr. art. 4, par. 1) sono liquidi gli strumenti "*which can be sold at limited cost in an adequately short time frame*".

Da ultimo, nel recente Regolamento in materia di fondi speculativi emanato con provvedimento in data 16 dicembre 2008, la Banca d'Italia richiede che le SGR valutino il grado di liquidità delle attività detenute nei fondi speculativi da esse gestiti avendo riguardo "i) ai volumi, alla frequenza e all'entità degli scambi; ii) all'oggettività dei prezzi e all'effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato; iii) all'andamento – all'interno di un lasso temporale congruo (es.: 30 giorni) – dei prezzi di acquisto e di vendita e alla comparabilità degli stessi; iv) alla diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili."

⁸ La nozione di liquidità/liquidabilità in quanto riferita a prezzi significativi (espressione di una pluralità di interessi) si declina anche avuto riguardo alla convenienza economica al disinvestimento.

Del resto la Direttiva 2006/73/CE e, in assoluta conformità, il Regolamento 16190 richiedono come condizione per la configurabilità della fattispecie “strumento non complesso” che “*esistono frequenti opportunità di cedere, riscattare od ottenere altrimenti il corrispettivo di tale strumento a prezzi che siano pubblicamente disponibili per i partecipanti al mercato. Tali prezzi devono essere quelli di mercato o quelli messi a disposizione, ovvero convalidati, da sistemi di valutazione indipendenti dall'emittente*” (cfr. art. 44, comma 1, lettera b), del Regolamento 16190).

Normalmente la struttura ed il funzionamento dei mercati regolamentati e degli MTF possono consentire il raggiungimento delle sopra indicate condizioni, in via peraltro non automatica e necessaria.

Più difficile (ma non impossibile) è che le condizioni di liquidità siano garantite da strutture bilaterali di “mercato secondario”.

Certamente non rispondono a condizioni di prezzo efficiente e quindi di liquidità, le situazioni di mercato, registrate specie nell'attuale contingenza, nelle quali l'emittente è disponibile al riacquisto di proprie obbligazioni con uno “sconto” rispetto all'emissione anche del 20%.

Al contrario, la banca emittente di un'obbligazione potrebbe contrattualmente assumere l'impegno (e non la mera disponibilità) al riacquisto dell'obbligazione a predeterminate condizioni di prezzo, secondo criteri e meccanismi prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al *pricing* del prodotto nel mercato primario. E quindi a condizioni che incorporino quella componente di “confronto” e di pluralità di riferimenti che un efficiente mercato secondario multilaterale può garantire, fissando un prezzo “significativo”.

Così non è, allo stato attuale, per il secondario delle stesse obbligazioni bancarie, per il quale pure sarebbero pensabili e concretamente adottabili le indicate misure di liquidità. L'investitore difficilmente può rivendere il titolo; e se tale possibilità gli è garantita (e non semplicemente concessa) viene esercitata alle condizioni di prezzo indicate nella specifica occasione dalla banca e non predeterminate così da garantirne la piena efficienza.

Il solo impegno dell'emittente a fare mercato sul secondario (*market making*) non è sufficiente, nella misura in cui non soddisfa, di per sé, la terza delle condizioni sopra indicate (“condizioni di prezzo significative”), ad esempio mediante vincoli sull'ampiezza degli *spread* e sulle quantità.

Come già espressamente indicato nel Documento di consultazione, l'illiquidità è condizione *tipica* dei derivati OTC, *normale* per le polizze assicurative finanziarie e per le obbligazioni bancarie, espressamente menzionate nell'individuazione dell'ambito di applicazione delle misure interpretative ed applicative delineate dalla CONSOB. L'indicazione di tali categorie di prodotti peraltro, come espressamente previsto dal Documento del maggio scorso, è meramente esemplificativa e non tassativa.

Ne discende che, come correttamente colto da taluni partecipanti alla consultazione, le misure di livello 3 dovranno applicarsi alla distribuzione, ad es., di *certificates* illiquidi.

Se il presupposto delle citate misure è costituito dalle condizioni di illiquidità del prodotto finanziario, come sopra individuate, ne consegue la non applicazione a prodotti, quali le quote di fondi comuni aperti, per i quali la disciplina prevede la rimborsabilità su richiesta, entro un lasso temporale assai ristretto (di norma 3 giorni), al valore patrimoniale netto dello stesso giorno in cui viene effettuato il disinvestimento.

Con riguardo alle osservazioni formulate in merito ai prodotti assicurativi si rappresenta quanto segue.

Dall'analisi delle risposte pervenute al Documento di consultazione risulta sostanzialmente confermato che le polizze finanziarie assicurative mancano spesso:

- (a) sia della possibilità (di diritto o di fatto) di una pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento;
- (b) sia di un intrinseco e dinamico meccanismo di "*fair valuation*";

a differenza di quanto si verifica per altri prodotti di investimento come i fondi comuni aperti per i quali sono le stesse fonti primarie o regolamentari a prevedere che:

- (a) "*i partecipanti al fondo hanno diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote*" (cfr. art. 10, comma 2, del DM 228/1999);
- (b) "*il rimborso avviene al valore unitario della quota del giorno di ricezione da parte della SGR della domanda di rimborso*" (Prov. Banca d'Italia 14 aprile 2005).

Quanto al profilo *sub* (a), i partecipanti alla consultazione hanno, infatti, evidenziato che, per alcuni prodotti assicurativi finanziari, è la stessa legge a prevedere delle limitazioni al disinvestimento; segnatamente, è stato sottolineato che le operazioni di capitalizzazione "*sono dotate di una disciplina speciale di settore*", la quale stabilisce, tra l'altro, che "*Il riscatto è consentito a partire dal secondo anno e a condizione che il contraente abbia corrisposto il premio per un'intera annualità*" (così l'art. 179, comma 4, del Codice delle Assicurazioni Private).

Sotto questo profilo, il rilievo secondo cui è stato il legislatore a porre, per le operazioni di capitalizzazione, "*un vincolo temporale [al riscatto] per ragioni fondamentalmente inerenti alla funzionalità economica dell'operazione di capitalizzazione*" appare inconferente; ai fini in esame si può solo registrare che tali

prodotti si connotano, di diritto, per l'impossibilità giuridica per il cliente di procedere al disinvestimento prima che sia trascorso un anno dalla sottoscrizione (e comunque qualora il premio non sia stato corrisposto per un'intera annualità).

Quanto alle polizze *unit* e *index linked*, sono stati ancora i partecipanti alla consultazione a sottolineare che, in conformità all'art. 1925 c.c., *“il diritto di riscatto deve essere contemplato nella polizza, e la sua disciplina è affidata dalla legge alle clausole contrattuali”* e, in questa cornice, a dare altresì atto, in particolare, della sussistenza di *“eventuali limitazioni all'inizio della durata contrattuale alla riscattabilità del contratto”*.

In definitiva, dunque, risulta confermato che, per i prodotti assicurativo-finanziari, non sussiste sempre e necessariamente la possibilità per il cliente di una pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento che, nel caso delle operazioni di capitalizzazione, è anzi esclusa di diritto per il periodo di un anno dalla sottoscrizione della polizza.

Non appare, peraltro, incompatibile con gli elementi tipologici propri delle polizze *linked* – ed in particolare di quelle *unit*- che le relative condizioni generali di contratto – cui l'art. 1925 c.c. opera un ampio rinvio – prevedano la possibilità per il cliente di smobilizzare in ogni momento il proprio investimento.

Quanto al punto (b), nel Documento di consultazione si è evidenziato che la presenza di meccanismi volti a garantire la *“fair valuation”* del contratto risulta tanto più rilevante quando, come nel caso dei prodotti assicurativi finanziari, si registra la mancanza di forme di mercato secondario che possano effettivamente garantire la *“price discovery”*⁹ e fungere da “luogo” di smobilizzo delle posizioni.

Al riguardo, non in linea si pone l'osservazione dell'ANIA secondo cui la *“mancanza”* di un mercato secondario *“non [sarebbe] applicabile certamente ai contratti di capitalizzazione, che per loro stessa natura contengono, in via generale, precise obbligazioni di risultato sotto forma di garanzia di un rendimento minimo, e non riguard[erebbe] le polizze di ramo III di tipo unit linked, il cui investimento finanziario sottostante ha un valore di mercato, in analogia ai fondi comuni”*.

La presenza di garanzie di rendimento minimo, ovvero la circostanza che gli attivi a copertura delle polizze abbiano un valore di mercato, non può infatti essere assunta come “sostitutiva” della negoziabilità del prodotto in un mercato secondario, potendosi riscontrare tale caratteristica esclusivamente nella possibilità, concessa ai contraenti, di smobilizzare l'investimento in ogni momento ed a prezzi significativi.

⁹ Si conviene peraltro con l'osservazione secondo cui la negoziazione in un mercato regolamentato non è, *di per sé sola*, indice della liquidità di un titolo. Si richiama al riguardo quanto si è evidenziato a pag. 10, par. 2.7 del Documento di consultazione, ove si è sottolineata la necessità, a tali fini, della *effettiva* trattazione su di un mercato regolamentato (o su di un MTF).

Ciò premesso, si osserva che, anche sotto il profilo della determinazione del “*fair value*”, non si registrano, per i prodotti assicurativo-finanziari, meccanismi atti a garantire, sempre e necessariamente, la congruità delle condizioni applicate al cliente in sede di liquidazione del contratto.

Anche con riguardo a tale ambito il menzionato art. 1925 c.c. opera, infatti, un (mero) rinvio alle clausole contrattuali, a differenza di quanto previsto per i fondi comuni aperti ove sono le stesse fonti regolamentari a stabilire che “*il rimborso avviene al valore unitario della quota del giorno di ricezione da parte della SGR della domanda di rimborso*” (Prov. Banca d’Italia 14 aprile 2005).

A tale proposito – e a titolo meramente esemplificativo – si rileva che le condizioni generali di contratto delle polizze *linked* possono prevedere penalizzazioni anche significative nel caso in cui il diritto di riscatto sia esercitato entro un certo termine dalla sottoscrizione della polizza¹⁰.

In considerazione dell’ampio rinvio operato dal legislatore all’autonomia privata non appare, peraltro, incompatibile con i caratteri tipologici dei prodotti assicurativo-finanziari di tipo *linked* che le condizioni generali di contratto prevedano la possibilità per il cliente di smobilizzare in ogni momento l’investimento a condizioni congrue, non penalizzanti ed oggettive. In questo caso, il prodotto assicurativo finanziario potrà essere valutato come liquidabile.

Per quel che concerne, poi, le operazioni di capitalizzazione il valore della “somma capitalizzata” da liquidare al cliente avviene, per le stesse caratteristiche del prodotto, secondo meccanismi che privilegiano il criterio del “costo storico”¹¹ e secondo schemi, quindi, estranei alla condizione indicata *sub b*).

¹⁰ Sul punto si segnala, tra l’altro, che, nel caso dei fondi comuni aperti, eventuali commissioni di rimborso possono essere applicate solo in alternativa alle commissioni di sottoscrizione (cfr. Provvedimento Banca d’Italia 14 aprile 2005).

¹¹ Circolare Isvap n. 71 del 1987. La stessa ANIA, nelle osservazioni al Documento di consultazione, afferma che il contratto di capitalizzazione “*non considera il potenziale guadagno (o la potenziale perdita) del valore di mercato degli attivi fino al momento del loro effettivo realizzo*”.

2. Osservazioni su specifici passaggi del documento di consultazione

Nel presente paragrafo è riprodotto, in carattere corsivo e più piccolo, il testo del Documento di consultazione del 26 maggio scorso. In calce a ciascuna singola sezione dello stesso, sono riassunte le osservazioni pervenute. Di seguito a queste sono fornite le relative valutazioni.

PREMESSA

L'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative.

Complessità, costi dell'informazione e grado di cultura finanziaria determinano un deficit informativo in capo alla clientela degli intermediari, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell'operazione ed alla natura del cliente medesimo.

Le circostanze richiamate sono infatti amplificate nel caso di operazioni di investimento aventi ad oggetto particolari prodotti finanziari per i quali non sono disponibili, anche per intrinseche connotazioni di diritto o di fatto, mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza che possano fornire pronti ed oggettivi parametri di riferimento per lo svolgimento delle transazioni.

La clientela c.d. "al dettaglio", ossia quella con minore esperienza e conoscenza finanziaria, si trova così a dover riporre massimo affidamento nell'assistenza dell'intermediario, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza della transazione ed alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla loro conclusione (credence goods).

La situazione è sovente resa ancor più critica dalla coincidenza del ruolo di intermediario con quello di emittente.

IL CONTESTO DI MERCATO

Nel mercato nazionale risulta particolarmente significativo l'investimento diretto da parte di soggetti non professionali delle proprie disponibilità finanziarie, che, per una porzione rilevante, vengono indirizzate verso prodotti con elevato rischio di liquidità quali obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario nonché derivati OTC.

La domanda tende a percepire i prodotti della specie (ed in particolare le obbligazioni bancarie, anche strutturate, e le polizze assicurative) come a basso rischio finanziario (o di copertura) ed a "capitale garantito", potendo sottostimare l'eventuale componente aleatoria insita nei prodotti.

D'altro canto l'offerta commerciale, veicolata a mezzo di canali bancari, potrebbe essere indotta a preferirli nell'attività di distribuzione in ragione della elevata redditività e dell'"immediato" consolidamento del risultato economico che essi possono garantire alle reti di vendita.

Infatti, a differenza di altre tipologie di strumenti che producono per il distributore benefici economici che si manifestano in maniera maggiormente diluita nel tempo e che sono proporzionali al periodo di detenzione del prodotto da parte del cliente, le obbligazioni bancarie strutturate, i derivati OTC e le polizze vita determinano immediati introiti, costituiti, rispettivamente, da significativi upfront e da elevati caricamenti (anche nell'ordine del 5-8% dell'importo nominale da investire).

La situazione di tensione finanziaria che sta caratterizzando il mercato dei fondi interbancari a livello

internazionale è suscettibile di ingenerare uno stimolo all'offerta di prodotti di raccolta diretta negli intermediari, soprattutto bancari, al fine di stabilizzare il funding e contenerne il costo.

In proposito, l'esame di recenti emissioni ha evidenziato il ricorso da parte delle banche al collocamento presso clientela al dettaglio di obbligazioni subordinate e di prodotti ibridi, nel passato destinate esclusivamente a clientela istituzionale (professionali di diritto nella terminologia MiFID). Tali prodotti, pur caratterizzati da profili di rischiosità e complessità più accentuati delle obbligazioni bancarie c.d. plain vanilla, potrebbero essere – non correttamente – a queste assimilate da parte degli intermediari nella fase distributiva.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

ANIA ritiene che *“il pagamento upfront non si possa definire a priori migliore o peggiore di una commissione ricorrente senza valutare l'operazione nel suo complesso. Inoltre, strutture di costo con presenza di upfront hanno anche una loro coerenza in caso di offerta di prodotto/servizio che comporti una consulenza concentrata al momento dell'offerta, senza particolari necessità di revisione continuativa della situazione”*; richiede pertanto *“di precisare meglio il passaggio relativo a tale problematica fugando, ove ritenuto necessario, qualsiasi dubbio su una eventuale preferibilità a priori di determinate strutture di costo”*.

Un osservatore fa presente che *“la banca che emette obbligazioni e le colloca distribuisce le commissioni sugli anni di vita del prodotto, anche dal punto di vista contabile”*.

Valutazioni

Il pagamento *up front* determina indubbiamente per il cliente il sostenimento immediato di costi (elevati), il cui impatto è “ammortizzabile” solo in un orizzonte temporale sufficientemente ampio (tali costi sono immediatamente sostenuti dal cliente anche nell'ipotesi in cui, contabilmente, la banca ne distribuisca l'effetto sugli anni di vita del prodotto).

Tale caratteristica rende particolarmente stringente la necessità che l'intermediario valuti l'adeguatezza del prodotto rispetto al profilo del cliente anche in termini di “orizzonte temporale” dello stesso.

L'*up front* è allora una connotazione di fatto che, ove ricorrente, rende quanto meno maggiormente “rigido” il prodotto e di cui tener conto non solo in sede di prospettazione dei possibili ricavi dell'intermediario, ma anche degli inevitabili riflessi per l'interesse del cliente/investitore.

Con riguardo alla suddivisione contabile degli *upfront* in diversi esercizi, la circostanza non pare essere idonea ad eliminare gli incentivi dell'intermediario verso un loro conseguimento.

Infatti la rappresentazione contabile degli *upfront* non ne riduce gli immediati effetti economici, in considerazione del fatto che gli stessi sono ricavi che vengono comunque immediatamente incassati e realizzati, seppur “spalmati”, con un processo

convenzionale e figurativo, su più anni di bilancio.

Inoltre l'affermazione circa la ripartizione temporale non si realizza in caso di distribuzione di prodotti di terzi che garantiscono l'immediata contabilizzazione della quota di *upfront* retrocessa al collocatore dalla società emittente.

* * *

IL CONTESTO GIURIDICO

Le regole di condotta imposte agli operatori attenuano i rischi di comportamenti opportunistici da parte dei soggetti informati a scapito di quelli che soffrono di un gap informativo (clienti).

L'applicazione diretta di specifici precetti normativi può risultare tuttavia difficoltosa.

Talune regole sono infatti definite, nella loro declinazione di dettaglio, nell'assunto che il prodotto oggetto della transazione sia trattato in una pluralità di sedi di esecuzione liquide e trasparenti; questa condizione dovrebbe assicurare che il prezzo espresso rappresenti valutazioni indipendenti dei profili di rischio del prodotto. Quando ciò non sia, in particolare, l'implementazione pratica di alcune specificazioni del principio di best execution può non essere immediata.

E' vero infatti che nell'attuale contesto normativo il dovere di best execution è espressamente ritenuto applicabile dal legislatore comunitario (cfr. considerando n. 69 della direttiva n. 2006/73 – c.d. direttiva di "livello 2") anche nel caso di attività di negoziazione per conto proprio con la clientela e (70° considerando della medesima) "a tutti i tipi di strumenti finanziari. Tuttavia, date le differenze tra le strutture dei mercati o degli strumenti finanziari, può essere difficile identificare ed applicare uno standard ed una procedura uniformi per l'esecuzione alle condizioni migliori che siano validi ed efficaci per tutte le categorie di strumenti.

Peraltro, la disciplina comunitaria prevede specificatamente il dovere per gli intermediari di agire "in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti" (art. 19.1 della MiFID).

In coerenza con ciò, la normativa primaria nazionale pone esplicitamente quale obiettivo dell'agire trasparente, corretto e diligente degli operatori, e quale criterio guida delle loro condotte, il soddisfacimento, nel miglior modo possibile, degli interessi dei propri clienti (cfr. art. 21 del TUF).

L'attività di intermediazione mobiliare, come tratteggiata dalla nuova normativa di derivazione comunitaria, assume così i contorni di un servizio svolto nell'interesse del cliente, perdendo i connotati di mera attività di vendita di prodotti per conto di altre categorie di soggetti terzi (le società prodotte, gli emittenti).

Chiari indici in tal senso si colgono in particolare nelle regole in materia di:

- *incentivi (inducements). La normativa di derivazione comunitaria rende eccezionale la remunerazione dell'intermediario collocatore da parte di soggetti diversi dal cliente;*
- *contrattualizzazione dei rapporti con la clientela anche per il servizio di collocamento. Nella disciplina previgente, la formalizzazione delle scelte del cliente si risolveva nelle modalità di adesione al prodotto collocato; oggi, prima dell'acquisto del prodotto, va formalizzato il contratto di servizio che lega il collocatore al cliente.*

E' richiesto di conseguenza un significativo cambiamento del modello relazionale intermediario-cliente, con il passaggio da una logica incentrata sullo specifico "prodotto" commercializzato ad una logica incentrata sul "servizio" reso al cliente.

Ai fini dell'effettivo "livellamento del campo da gioco", questo approccio è stato esteso dal legislatore nazionale alla distribuzione diretta da parte degli emittenti di prodotti bancari ed assicurativi a contenuto finanziario (cfr. art. 25-bis del TUF): anche in tali casi l'interesse del cliente deve rimanere l'obiettivo finale dei comportamenti tenuti dall'intermediario-emittente. La Consob, la cui competenza è stata coerentemente estesa dalla normativa primaria anche ai segmenti in discorso, ha parimenti seguito tale orientamento nella redazione del nuovo Regolamento Intermediari (16190/2007). In particolare, la disciplina secondaria prevede che sulla materia della distribuzione dei prodotti finanziari (siano essi OICR, prodotti assicurativo-finanziari ovvero prodotti finanziari bancari distribuiti in sede di emissione) siano applicabili le stesse regole, realizzando in maggior grado possibile il livellamento del campo da gioco consentito dalla cornice legislativa di riferimento.

La piena efficacia del processo di omogeneizzazione delle regole di condotta per il distributore delle diverse tipologie di prodotti finanziari presuppone peraltro che alla convergenza formale di disciplina (realizzata dal legislatore nazionale e dalla regolamentazione Consob) si accompagni una condizione di convergenza sostanziale.

Osservazioni di Associazioni e interessati

AIAF, nel sottolineare "la rilevanza assunta nei portafogli delle famiglie italiane da alcuni dei prodotti espressamente presi in considerazione nella bozza di testo in consultazione" sottolinea come "statistiche di fonte Banca d'Italia segnalano che la quota delle obbligazioni bancarie sul totale delle attività finanziarie delle famiglie è passata tra il 1997 e il 2007 dal 6.4% al 9.6%, mentre l'incidenza dei prodotti finanziari assicurativi (inclusi nelle riserve per premi dei Rami vita) si è portata dal 9% al 15.4%. Al contrario, si è significativamente ridotta la rilevanza dei fondi comuni, caratterizzati da un meccanismo intrinseco di fair valuation e da pronta liquidabilità dell'investimento (7.2% a fine 2007 da un picco oltre il 17% nel 1999). La realizzazione di un effettivo "livellamento del campo di gioco" nella distribuzione di tutti gli strumenti finanziari appare una condizione indispensabile ai fini di quel "... significativo cambiamento del modello relazionale intermediario - cliente, con il passaggio da una logica incentrata sullo specifico prodotto ... ad una logica incentrata sul servizio reso al cliente ..." cui la Commissione opportunamente accenna nel proprio documento".

Ampia condivisione sull'analisi effettuata dal Documento di consultazione è stata espressa da FIBA CISL, specie con riferimento alla rilevata necessità che la relazione con il cliente debba incentrarsi sulla prestazione di un servizio allo stesso piuttosto che come vendita di uno o più prodotti.

Valutazioni

Le osservazioni pervenute in argomento sono di supporto alle analisi effettuate nel Documento di consultazione.

* * *

L'AMBITO DI APPLICAZIONE DELLE LINEE DI "LIVELLO 3"

In tale prospettiva è quindi necessaria, avuto riguardo al principio del miglior interesse del cliente, la specificazione, nell'ambito delle misure di "livello 3", delle regole di condotta che il distributore deve seguire in sede di trattazione di prodotti finanziari illiquidi, nonché delle cautele proprie del caso in cui questo aspetto si abbini a profili di complessità dei prodotti stessi.

A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, nel seguito si farà espresso riferimento alle obbligazioni bancarie, alle polizze assicurative ed ai derivati negoziati over the counter, che per ragioni di diritto o di fatto si connotano come prodotti con specifico "rischio di liquidità", determinato dall'impossibilità giuridica o dalla limitazione fattuale al disinvestimento.

Tuttavia i principi esposti dovranno essere tenuti in considerazione dagli intermediari per tutte le transazioni poste in essere con clientela retail su quegli strumenti, "plain vanilla" o complessi, che, a differenza di altri prodotti di investimento come i fondi aperti, mancano sia di un intrinseco meccanismo di fair valuation sia, spesso, della possibilità (di diritto o di fatto) di una pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento.

Il mercato primario di tali prodotti è determinato esclusivamente (per definizione) da decisioni dell'emittente, che, sovente, riveste direttamente anche il ruolo di distributore dei medesimi, o, comunque, costituisce con il distributore un unitario soggetto economico, organizzato in più entità giuridiche.

Inoltre, si rileva spesso la mancanza o la debolezza di forme di mercato secondario che possano effettivamente garantire la price discovery e fungere da "luogo" di smobilizzo delle posizioni, come accade tipicamente per le polizze di assicurazione sulla vita a contenuto finanziario; ciò in ragione delle caratteristiche intrinseche di tali prodotti che ne riducono (o ne escludono del tutto) la liquidabilità. D'altro canto, ove esistenti, come nel caso delle obbligazioni bancarie, i circuiti di negoziazione risultano spesso poco liquidi ed efficienti in quanto costituiti pressoché unicamente dalle proposte effettuate dallo stesso intermediario emittente ovvero da altre entità del medesimo gruppo.

In ordine a quanto precede, si ritiene di fornire nel seguito indicazioni di "livello 3" aventi ad oggetto la declinazione del dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di titoli illiquidi, con riguardo a:

- 1. misure di trasparenza;*
- 2. presidi di correttezza;*
- 3. graduazione dell'offerta e tutela del cliente; verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti.*

Le presenti indicazioni hanno la finalità di meglio definire il sentiero per il mantenimento di una corretta relazione tra intermediario e cliente, onde preservare la fiducia nel sistema finanziario, mitigando gli eventuali effetti indesiderati dell'innovazione, senza con ciò negarne le condizioni di sviluppo.

Preliminarmente ed in via più generale si richiama l'attenzione degli operatori affinché nella definizione della propria politica commerciale, si abbia cura di valutare la compatibilità dei singoli strumenti inseriti nel proprio portafoglio prodotti, avuto riguardo alla loro complessiva morfologia, con le caratteristiche ed i bisogni della clientela cui si intende offrirli.

Su tale ultimo punto piena condivisione è stata espressa da ACEPI e da FIBA CISL.

In particolare dovranno essere implementati processi aziendali idonei a consentire, già in astratto, lo svolgimento di valutazioni circa le esigenze finanziarie che i prodotti che si decide di inserire nella propria offerta dovranno soddisfare. Così, in concreto, l'offerta di derivati OTC con espressa finalità di copertura dei rischi finanziari della clientela sarà preceduta da una accurata disamina che assicuri la coerenza dei prodotti OTC che si intende inserire nel portafoglio prodotti con la menzionata finalità.

La scelta di un determinato target di clientela, specie di quella retail, richiede riflessioni approfondite nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire e, a fortiori, nella possibile fase di ingegnerizzazione.

Tale analisi assume particolare rilievo in caso di diretta ingegnerizzazione di prodotti innovativi e complessi, con componenti aleatorie, di non immediata valutazione per gli investitori-clienti.

Parimenti in sede di definizione della politica commerciale, occorre orientare la costruzione di meccanismi di incentivo della struttura aziendale secondo criteri non contrapposti al miglior interesse del cliente.

In tale ambito, particolare attenzione andrà posta alle modalità di remunerazione di dipendenti, collaboratori e promotori finanziari in relazione alle differenti tipologie di prodotti offerti nonché agli obiettivi di budget ed ai correlati premi fissati per la rete di vendita.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

AIBE ha inteso precisare che al caso “non sembra trovare applicazione la disciplina degli inducements prevista dalla MiFID considerato che, per interpretazione costante del CESR, non sono sottoposti alle regole sugli incentivi i pagamenti effettuati a soggetti che non sono terzi rispetto all’intermediario quali appunto i dipendenti, i collaboratori o i promotori finanziari dello stesso”; la remunerazione del personale rileva secondo l’Associazione ai fini della disciplina del conflitto di interessi. In termini analoghi si è espressa l’ANASF.

ALTROCONSUMO, nel condividere nel complesso il Documento di consultazione, ha suggerito di indicare obbligatoriamente “se il prodotto in fase di collocamento è legato a obiettivi di budget o a premi alla rete di vendita”.

Le Associazioni sindacali hanno proposto di indicare specificamente l’incoerenza di “sistemi incentivanti che si basino sul raggiungimento di obiettivi quantitativi di collocamento di singoli prodotti o che prevedano premi individuali...”. In specifico FIBA CISL, nel manifestare “condivisione ed apprezzamento” per l’iniziativa della Consob, segnala la centralità “dei meccanismi premianti rispetto al budget” come punto di verifica e garanzia della libertà di impresa da un lato con la salvaguardia del risparmio dall’altro. FIBA CISL segnala anche il rischio, in un momento di crisi economica, che l’offerta di titoli illiquidi ai clienti (specie imprese) possa combinarsi quale condizione per la concessione di fidi da parte della banca.

ASSOGESTIONI, nel condividere l’invito agli intermediari a porre particolare attenzione sul profilo in esame, suggerisce di intendere lo stesso “nel senso di una raccomandazione ai soggetti vigilati affinché, nella articolazione delle predette politiche tengano conto, come elemento di valutazione, dell’esigenza di prevenire e

gestire eventuali situazioni di conflitto di interesse di cui siano portatori dipendenti, collaboratori e promotori. Questi soggetti, infatti, proprio in quanto titolari di una posizione di peculiare vicinanza con il cliente, potrebbero dimostrarsi inclini a praticare politiche di distribuzione del prodotto”.

Valutazioni

Le indicazioni contenute nel Documento di consultazione nella parte in commento erano volte a fornire una chiave di lettura generale circa la non estraneità (ed anzi centralità di presupposto) delle politiche di strutturazione dei prodotti, di elezione del *target* di clientela e di politiche di incentivazione del personale, per gli obiettivi di correttezza e trasparenza delle condotte nei confronti dei clienti.

Le (libere) scelte commerciali e di *budget* devono infatti essere calate nella cornice di riferimento costituita dalle regole fissate dall’ordinamento per la relazione con il cliente, al fine di garantire delle stesse un rispetto sostanziale ed evitare che l’intermediario si ponga nelle condizioni-presupposto che ne determinino, strutturalmente, la violazione.

In tale contesto è utile segnalare l’esistenza di chiari indici normativi specie con riguardo ai *collocatori* di prodotti finanziari (necessaria contrattualizzazione; disciplina degli *inducements* propriamente detti, nozione di consulenza in materia di investimenti) che ne rimarcano il ruolo di fornitori di *servizi* al cliente piuttosto che di meri “venditori di prodotti”.

Ribadito che tale prospettiva, per volontà della legge, deve potersi applicare anche nel momento in cui la banca o l’impresa di assicurazioni classa direttamente propri prodotti finanziari, si osserva come una logica di incentivazione del personale coerente (e idonea quindi a contenere i rischi di non conformità alle norme) per quanto in sé non obbligatoria consista nel rapportare sempre di più la remunerazione variabile del personale al raggiungimento di risultati *qualitativi di servizio* (mancanza di reclami; indicatori di *customer satisfaction*) piuttosto che a definite soglie di “collocato”.

Sul piano strettamente tecnico, poi, si conviene con quanto puntualizzato da taluni partecipanti alla consultazione circa la riconduzione delle politiche di remunerazione del personale commerciale dell’intermediario all’istituto non degli “incentivi” (art. 52, del Regolamento CONSOB n. 16190/2007) ma del “conflitto di interessi” (artt. 23-26 del Regolamento congiunto CONSOB-Banca d’Italia del 29 ottobre 2007), come peraltro la Commissione aveva già avuto modo di illustrare ampiamente nel documento pubblico “Esito delle consultazioni” sul Nuovo Regolamento Intermediari (30 ottobre 2007; pag. 159-160).

* * *

Ciò al fine di contenere i rischi derivanti dalla percezione, da parte degli addetti al contatto con la clientela, di una spinta alla distribuzione di prodotti illiquidi, ma particolarmente remunerativi per l'intermediario, a scapito di altri prodotti pur in ipotesi più confacenti agli interessi della clientela.

Le attività descritte, approvate dagli organi di vertice dell'intermediario, dovranno essere verificate dalla funzione di compliance aziendale.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

AIAF ha reputato “*giustificate le cautele di politica commerciale espresse alle pagine 6 e 7 del testo in consultazione, con riferimento sia alla necessità di valutare la compatibilità degli strumenti offerti con le caratteristiche e i bisogni del cliente, che all'opportunità di orientare i meccanismi di incentivo della struttura aziendale secondo criteri che non si contrappongono al suo miglior interesse*”.

ASSORETI osserva che “*scelte di politica commerciale... in un'economia di mercato si ritiene debbano appartenere alla sfera esclusiva e insindacabile del potere di autonomia imprenditoriale dell'intermediario*”; “*le politiche di incentivazione del personale [ritiene l'Associazione appartengano] a logiche di profitto non sindacabili dall'Autorità di controllo, a meno di voler reintrodurre una vigilanza tesa ad orientare l'attività dell'intermediario verso il perseguimento di finalità estranee al puro esercizio dell'impresa... Il collocamento o la raccomandazione a un cliente di un prodotto illiquido inappropriato o inadeguato viola, per questo stesso fatto, una regola di condotta attinente alla prestazione del servizio di collocamento o di consulenza, indipendentemente dal sistema di incentivazione del personale; sistema che, dunque, si appalesa neutro rispetto all'obiettivo di impedire la distribuzione di prodotti illiquidi non appropriati o non adeguati*”. Ed infatti, argomenta l'Associazione, “*i compensi in qualunque forma corrisposti dall'impresa al proprio personale*” devono considerarsi degli “*interna corporis*”, non rilevanti ai fini della disciplina degli *inducements*: “*si ritiene, pertanto, che debba essere rimesso agli intermediari il compito di individuare i conflitti di interesse che dovessero derivare dall'adozione dei sistemi retributivi e, ove del caso, di apprestare le misure più idonee per neutralizzarli, conformemente a quanto è del resto previsto nel Regolamento congiunto del 29 ottobre 2007, cui è devoluta la competenza a disciplinare la materia dei conflitti di interesse, anche con riguardo alla distribuzione di prodotti finanziari assicurativi*”.

Valutazioni

In materia giova ribadire che le politiche commerciali e di incentivazione del personale sono e restano, in sé e per sé considerate, libere nella loro definizione da parte delle imprese.

Tuttavia, appare fattualmente indubbio come l'individuazione delle stesse non sia affatto neutra quanto ad esposizione al “rischio di non conformità” alle regole di condotta dell'intermediario.

Così politiche di incentivazione che spingano la propria rete di vendita a collocare con preferenza certe tipologie di prodotti (a prescindere da ogni valutazione connessa al cliente) si pongono in via di incoerenza rispetto alla logica di “servizio” che dovrebbe ispirare il rapporto intermediario/cliente e determinano inevitabilmente, di fatto, un aumento significativo del *rischio* che gli operatori non rispettino le regole di condotta del settore nella relazione con l’investitore.

Parallelamente, una politica commerciale volta ad aggredire con prodotti complessi ed innovativi un *target* di clientela con bassa esperienza e conoscenza finanziaria, non è sindacata in sé, ma rileva quale presupposto che innalza, nei fatti, gli oneri dell’intermediario da adempiere affinché la distribuzione avvenga nell’effettivo rispetto delle regole di condotta.

Quanto più politiche commerciali e di incentivazione del personale da un lato e valori di corretta relazione con il cliente dall’altro vengono mantenuti formalmente distinti, separati e non comunicanti, tanto più si innalzano i rischi di sostanziale non conformità.

Si consideri, inoltre, che il *top management* cui compete la definizione delle strategie di *business* e di determinazione del *budget* è anche quello cui competono le strategiche determinazioni in grado di garantirne “sostenibilità”, nella consapevole gestione dei rischi operativi e reputazionali conseguenti.

Tutti i temi toccati dalla parte preliminare del documento concorrono ad individuare il contesto di riferimento entro cui si muovono le specifiche linee interpretative e le raccomandazioni riportate nelle pagine seguenti.

* * *

1. Misure di trasparenza

1.1 A differenza dei prodotti per i quali la trasparenza su valori e costi è garantita da caratteristiche intrinseche, nel caso di operazioni aventi ad oggetto strumenti per i quali non esiste un mercato liquido e trasparente è necessario che gli intermediari innalzino ai massimi livelli i presidi di disclosure nella relazione con la clientela.

Ciò dovrà essere tenuto presente sia nella fase di proposizione delle operazioni di investimento aventi ad oggetto prodotti illiquidi (trasparenza ex ante), sia nella fase successiva al compimento dell’operazione da parte della clientela (trasparenza ex post).

* * *

*1.2 Si raccomanda così in primo luogo di effettuare l’*unbundling* delle diverse componenti che giustificano il complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l’assunzione della posizione nel prodotto illiquido.*

In tale contesto risulta significativo quantificare, in particolare, il fair value, che potrà utilmente essere

ulteriormente suddiviso per evidenziare il valore fair della eventuale componente derivativa, nonché i diversi costi che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente, ripartendoli per tipologia.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Nella affermata consapevolezza del fatto che le misure proposte in questa sezione del documento rappresentano raccomandazioni da parte dell’Autorità al fine di declinare adempimenti esistenti e non ne aggiungono di nuovi, si è ritenuto (ABI) *“auspicabile che la Commissione, in via generale, al fine di evitare ridondanze informative, nonché ulteriori gap competitivi con le realtà estere, chiarisca il rapporto tra le informazioni rese obbligatorie ai sensi della ipotizzata disciplina e quelle già veicolate all’investitore attraverso il prospetto informativo predisposto dall’emittente con riferimento alle polizze assicurative e alle obbligazioni strutturate”* (sul punto si v. anche *supra* osservazioni di carattere generale, par.1.3 di questo documento).

CREDEM, *“con riferimento all’unbundling delle diverse componenti che giustificano il complessivo esborso del cliente”*, chiede *“se tali valori debbano essere indicati specificatamente su ciascun modulo d’ordine o possano essere ricondotti (qualora la standardizzazione degli stessi lo consenta) in documenti richiamati da detti moduli d’ordine (a puro titolo esemplificativo per un contratto IRS lo spread potrà essere determinato come il x% dell’importo di riferimento indicato nel contratto)”*.

Lo Studio legale FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER dubita che, almeno con riguardo alle obbligazioni bancarie strutturate, *“la scomposizione del prezzo in componente obbligazionaria e componente derivativa possa fornire un’informazione utile all’investitore”*. Al fine di superare difficoltà pratiche per la valutazione della componente derivativa, il citato Studio legale segnala come *“opportuna la richiesta di esplicitare il costo del funding sostenuto dall’emittente nello specifico prestito obbligazionario”*.

ITALIAN CFA SOCIETY, nel manifestare *“vivo apprezzamento per il lavoro svolto dalla Commissione nella predisposizione del... documento [di consultazione]”* concorda in particolare con l’indicazione che l’intermediario espliciti *“al cliente in maniera chiaramente separata, il fair value e qualsiasi tipologia di onere associato alla transazione, anche a manifestazione differita”*. *“In aggiunta a quanto già previsto nel documento in consultazione”*, ritiene *“indispensabile la disclosure al cliente del risk profile associato all’investimento con indicazione dei possibili scenari di andamento futuro del valore dello strumento finanziario, con esplicita indicazione dei parametri utilizzati nel modello valutativo, utilizzato nella determinazione del prezzo teorico, e delle ipotesi sugli stessi”*.

Valutazioni

In primo luogo, con riguardo alla asserita sovrapposizione fra “disciplina prospetto” ed indicazioni di trasparenza contenute nel documento di livello 3, si ribadisce che un intermediario può soddisfare gli obblighi di trasparenza *ex MiFID*, anche con riguardo ai prodotti illiquidi, consegnando al risparmiatore una copia di un prospetto redatto ai sensi della relativa disciplina comunitaria, purchè lo stesso intermediario sia responsabile, a norma di tale disciplina, per le informazioni inserite nel medesimo prospetto (cfr. 52° considerando della direttiva di livello 2).

Si conferma peraltro l’opportunità di fornire alla clientela le informazioni *ex ante* raccomandate, anche utilizzando un documento di sintesi (scheda prodotto) che consenta la definizione di un quadro informativo unitario, organico e di pronta consultazione.

Sempre al fine di assicurare la più completa informativa al cliente sui prodotti della specie, si ritiene che la scomposizione del prezzo di un prodotto composito nelle sue componenti elementari fornisca un elemento conoscitivo essenziale.

Infatti in tal modo il cliente può appurare quale è la quota parte del suo esborso o impegno che va effettivamente ad essere investita, rispetto alla porzione che serve a remunerare l’intermediario.

Inoltre l’ulteriore scomposizione del *fair value* nelle sue componenti ordinaria e derivativa permette di conoscere quanta parte del capitale investito è impiegata nella parte più aleatoria dell’investimento, perché indirizzata verso la “scommessa” sull’andamento dei mercati contenuta nel prodotto derivato implicito.

Ulteriori elementi informativi, quali il richiamato costo del *funding*, potranno ben arricchire il raccomandato *set*, pur non apparendo in grado di sostituirne alcuno.

Quanto alla richiesta dell’ITALIAN CFA SOCIETY di raccomandare un’informativa dettagliata sui modelli di valutazione e sui relativi parametri utilizzati dall’intermediario, si ritiene che tali informazioni non risulterebbero fruibili dalla clientela *retail*, che si presuppone non dotata di competenze tecniche tali da consentire la valutazione della congruità di (complessi) modelli di *pricing*.

D’altro canto, come specificato nella sezione seconda del documento che declina presidi di correttezza, una seria, competente e diligente valutazione dei modelli di *pricing* da adottare è richiesta agli intermediari stessi che si pongono quali negozianti in proprio. Ad essi è fatto carico di dotarsi di procedure oggettive, basate su metodiche riconosciute che siano in grado di fornire affidabili informazioni di prezzo.

* * *

1.3 In proposito appare particolarmente rilevante esplicitare, in maniera chiara, i costi cui il cliente va incontro nel porre in essere l'operazione, con riferimento a qualsiasi tipo di onere, anche se a manifestazione differita rispetto al momento della transazione.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stata ritenuta (ASSIOM) meritevole di chiarificazione l'espressione "oneri a manifestazione differita"; CREDEM chiede in particolare di precisare "se sia ricompresa in tale tipologia di onere anche quella tipologia di mark up che l'industria finanziaria conosce che prevede non un upfront pagato dal cliente all'atto della sottoscrizione, ma running (ad es. annualmente) nel corso della durata dell'investimento effettuato".

Valutazioni

L'espressione utilizzata nel Documento, volutamente ampia e generale, è volta a cogliere tutte le fattispecie di onere, a manifestazione differita, che solitamente sfuggono alla valutazione del cliente *retail*.

Si fa ad esempio riferimento a costi di uscita, a costi impliciti di struttura e di collocamento.

Nella nozione sono senz'altro da ricomprendere gli importi pagati dal cliente a titolo di "mark-up", anche di tipo "running" piuttosto che "upfront".

Si soggiunge che, in considerazione della differenziazione esistente nella costruzione delle diverse tipologie di prodotti e della costante evoluzione indotta dall'ingegneria finanziaria, una locuzione generale appare più efficace di una puntuale elencazione delle possibili fattispecie.

* * *

1.4 Risulta opportuno evidenziare altresì al cliente il fair value assunto dall'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Viene ritenuto (ABI) "non ...di particolare utilità per il cliente evidenziare, dando per assunta un'invarianza delle condizioni di mercato, il fair value dell'investimento nell'istante immediatamente successivo la transazione" (così anche lo Studio legale ALLEN & OVERY). "In tale ottica, - prosegue ABI - non si ritiene rilevante per il

cliente ricevere sempre l'informazione dello spread denaro/lettera [cfr. paragrafi seguenti], anche considerato che in alcune situazioni può esistere solo un prezzo in denaro”.

ASSOGESTIONI “circa la necessità di rappresentare ex ante il fair value dello strumento nell'istante immediatamente successivo alla transazione auspica che tale rappresentazione abbia ad oggetto non solo il "valore equo" ma anche il "presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo": ciò al fine di fornire al cliente fin da subito un importante elemento di valutazione dell'investimento (liquidabilità e costo di liquidabilità) e in conformità a quanto previsto ai fini dell'informativa ex post dai successivo paragrafo 1.11.”

Critico è ritenuto (ACEPI) “*procedere all'unbundling dello strumento al fine di definirne il fair value*”, in ragione del fatto che “*la somma del valore delle singole componenti elementari dello strumento non corrisponde, normalmente, al valore dello strumento, in quanto l'unbundling effettivo (non meramente teorico) di un prodotto ha una complessità, e quindi un costo*”. Con l'affermata conseguenza che “*l'eventuale differenza tra il valore del prodotto e il valore delle componenti non costituisce necessariamente (e senz'altro non per l'intero) un profitto per l'emittente (che incorre, per l'appunto, in costi di strutturazione)*”.

Valutazioni

L'indicazione del valore che potrà assumere lo strumento nell'istante immediatamente successivo alla transazione è volta ad evidenziare al cliente in maniera chiara e sintetica la presenza e la misura dei costi di struttura e di collocamento che, specie nel caso delle obbligazioni strutturate e dei derivati OTC, deprimono il valore del prodotto sin dalla sua prima negoziazione.

Tale evidenza consente quindi al cliente un'immediata percezione in termini monetari delle perdite in cui potrebbe incorrere, in caso di rivendita immediata, per la sola “costosità” della struttura in cui sta investendo e per l'illiquidità del “mercato” di riferimento.

Al fine di migliorare la comprensibilità del concetto espresso nel Documento, appare peraltro opportuno modificare in questo passaggio la locuzione “*fair value*”, che valutato in sé potrebbe effettivamente non mutare nell'istante immediatamente successivo alla prima transazione a parità di parametri di valutazione, con quella di “valore di smobilizzo per il cliente”.

Il “valore di smobilizzo”, non incorporando i costi di struttura e collocamento, risulta pienamente esplicativo del fenomeno che si vuole cogliere di repentina erosione del valore in capo al cliente.

Nella stessa direzione è stato raccomandato all'intermediario di fornire dettagli circa lo *spread* denaro-lettera, che evidenzia specificamente al cliente l'effetto in termini di

costi derivanti dallo smobilizzo del prodotto illiquido in momenti antecedenti alla sua naturale scadenza. Nel caso di prodotti della specie, vieppiù per quelli con accentuati profili di complessità, alla luce del livello medio che solitamente assume questo *spread*, si ritiene che questo tipo di informazione sia utile per consentire al cliente una consapevole selezione degli investimenti.

In proposito qualora esista solo un prezzo denaro senza la corrispondente quotazione lettera ben potrà l'intermediario fornire informazioni al cliente sullo *spread* rispetto al *mid-price* teorico determinato mediante l'utilizzo dei modelli di valutazione interni.

* * *

1.5 In un contesto nel quale gli obblighi informativi sono previsti per "tipo specifico" di prodotto, è parimenti significativo che gli intermediari trasmettano ai clienti, fin dall'avvio dell'operazione, informazioni in merito alle modalità di smobilizzo delle posizioni assunte, con evidenziazione espressa delle eventuali criticità insite nei mercati di scambio e dei conseguenti effetti in termini di costi (spread denaro-lettera) e tempi di esecuzione della liquidazione. In tale ambito andrà eventualmente comunicata al cliente la circostanza che l'unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Piena condivisione è stata espressa sul punto 1.5 da ACEPI.

ALTROCONSUMO ha suggerito di rendere obbligatoria "la pubblicazione specifica dello spread denaro-lettera applicato dall'intermediario nel momento in cui propone il prodotto al cliente".

Valutazioni

Nel rinviare a quanto appena detto con riguardo all'informativa sugli *spread* denaro-lettera, si conferma che le indicazioni fornite agli intermediari hanno sul punto natura di raccomandazione, nel rispetto del quadro comunitario di riferimento.

* * *

1.6 In concreto, ad esempio, per le obbligazioni bancarie, sin dalla fase di definizione dell'operazione, sarà resa esplicita e quantificata al cliente, seppur per valori medi, la componente di costo costituita dallo spread denaro-lettera, tipico di operazioni della specie, che potrà essere sopportata in fase di rivendita dello strumento a causa delle caratteristiche del mercato secondario; infatti, in assenza di disclosure su tale aspetto, il cliente meno evoluto non potrebbe condurre scelte di investimento consapevoli, divenendo effettivamente

cosciente dei costi connessi all'illiquidità dello strumento solo nel momento dell'eventuale smobilizzo della posizione assunta. Saranno altresì comunicate al cliente informazioni sulle modalità di indicizzazione dei rendimenti eventualmente presenti nel prodotto commercializzato.

Una particolare attenzione dovrà essere riservata alla negoziazione di derivati OTC (in particolare swap) in quanto tali strumenti non prevedono solitamente la formazione di un vero e proprio prezzo quanto piuttosto la definizione di una serie di parametri finanziari che definiscono il valore della transazione, quantificabile poi mediante l'applicazione di complessi modelli di pricing. In tali ipotesi, sarà comunicato il livello di mark-up rispetto al fair price. Tale informativa, come anticipato, andrà dettagliata fornendo il mark to model della posizione nell'istante successivo all'assunzione della medesima da parte del cliente, in maniera tale da consentire a questi una effettiva valutazione dei costi a suo carico.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

“*Problematica*” viene considerata (ACEPI) l'indicazione della componente di costo costituita dallo *spread* denaro/lettera “*per valori medi*”, suggerendosi il riferimento a “*valori medi percentuali*”.

ASSIOM ha osservato come “*non si può assolutamente prevedere quale sarà il differenziale denaro/lettera per l'intera durata di uno strumento finanziario o i tempi necessari al suo smobilizzo*”; “*l'intermediario non deve e non può garantire (o comunque esprimere impegni percepibili come garanzie) ex ante all'investitore, che potrà vendere a certe condizioni fisse per tutta la vita dello strumento finanziario, senza che l'investitore sopporti il fisiologico rischio di allargamento degli spread*”.

“*Estremamente problematica*” (ACEPI; Studio legale ALLEN & OVERY) è apparsa l'individuazione di un *fair price* per gli OTC, e “*inconferente*” il riferimento al *mark-up* “*espressione... della libertà di iniziativa economica*” dell'emittente.

ASSORETI ha rilevato come “*la determinazione del livello di mark up rispetto al fair price richiede il possesso di appositi e sofisticati strumenti infrastrutturali di cui il soggetto distributore non è dotato (salvo che sia egli stesso emittente degli strumenti finanziari in questione)*” e ha chiesto di “*chiarire sul punto che il distributore possa fare affidamento sul livello di mark up comunicato dall'emittente, o quanto meno possa rimettere contrattualmente su quest'ultimo la determinazione di tale livello.*”

Valutazioni

L'esemplificazione inserita nel documento faceva riferimento espressamente a valori medi di *spread* denaro-lettera proprio in considerazione della variabilità degli stessi nel tempo.

Peraltro l'intermediario, in fase di negoziazione, potrà evidenziare al cliente tale circostanza rappresentando la possibilità di scostamenti, anche rilevanti in situazioni eccezionali di mercato.

Quanto alla difficoltà di reperimento delle informazioni richieste nel documento, si ritiene che l'intermediario che in qualità di negoziatore in conto proprio, ed ancor più di emittente, si pone in contropartita diretta del cliente deve necessariamente essere in grado di valutare il prezzo del prodotto in tutte le sue componenti.

Dunque l'intermediario dovrà essere necessariamente nelle condizioni di discernere il valore delle singole componenti del prezzo applicato alla transazione con la clientela, fra cui il "fair value" ed il "mark up".

In caso di attività di "distribuzione", ad esempio di obbligazioni strutturate altrui trattate in esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini, l'intermediario - in linea con quanto prospettato da ASSORETI - potrà affidarsi alle informazioni sul *mark-up* fornite dall'emittente.

Si osserva poi con riguardo al livello di *mark-up*, che, pur potendo, ovviamente, essere liberamente definito dall'intermediario sulla base di proprie procedure, tale grandezza assume peso rilevante nella valutazione da parte del cliente della convenienza economica della transazione e pertanto dovrebbe essere esplicitata prima della conclusione della stessa.

Peraltro, ferma restando la rilevanza delle indicazioni operative prefigurate nel passaggio in esame, si ritiene di non riportare nel Documento finale tali esemplificazioni.

* * *

1.7 Il livello delle maggiorazioni applicate rispetto al prezzo teorico andrà in ogni caso giustificato al cliente in termini comprensibili ed in maniera oggettiva, ripercorrendo i passaggi seguiti dall'intermediario nella loro formazione (ad esempio specificando la quota imputabile allo spread denaro-lettera sui fattori di rischio, quella da rischio di controparte e così via).

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Al riguardo si è notato (ABI) come "la previsione in capo all'intermediario del dovere di comunicare al cliente la distinzione tra prezzo teorico e maggiorazioni applicate potrebbe ingenerare confusione e difficoltà di comprensione da parte dello stesso cliente. In effetti, in presenza di almeno due intermediari diversi in grado di fare un prezzo sul prodotto, il cliente è portato a perfezionare l'operazione con l'intermediario che offre il prezzo più basso, e ciò nonostante quest'ultimo applichi una maggiorazione superiore rispetto al suo concorrente". Più utilmente, si richiede (ABI) "di individuare le componenti di costo sintetiche rilevanti che condizionano il prezzo del prodotto e gravano sulla clientela".

“Assai complesso” è stato valutato (ABI) procedere “alla comunicazione al cliente della scomposizione delle maggiorazioni in relazione alla singola operazione, ...”.

Valutazioni

L'utilità per la clientela della *disclosure* sulla scomposizione del prezzo è stata evidenziata nel paragrafo precedente.

Quanto alla problematica espressa dall'ABI si ritiene che una piena trasparenza sulle condizioni economiche sia proprio l'unica modalità che possa consentire l'effettivo svolgimento della competizione.

Fornire alla clientela le informazioni sulla composizione del prezzo nonché quelle sul valore di smobilizzo della posizione nell'istante immediatamente successivo alla stipulazione di un'operazione consente, in primo luogo, una valutazione maggiormente consapevole dell'investimento, ma anche, soprattutto per quella fascia di clientela *retail* più evoluta, la concreta possibilità di condurre confronti fra diversi intermediari ponendoli in diretta competizione.

Resta che per la clientela meno sofisticata l'aspetto informativo assume peso meno rilevante rispetto a stringenti presidi di correttezza che demandano all'intermediario lo svolgimento, nell'interesse del cliente, di valutazioni anche di convenienza relativa della transazione.

* * *

1.8 Al fine di migliorare le possibilità di apprezzamento da parte del cliente, si ritiene opportuno che gli intermediari inseriscano nel set informativo da fornire al cliente confronti con prodotti succedanei di larga diffusione, aventi caratteristiche comparabili ma con adeguata liquidità, che possano rendere chiaramente percepibili al medesimo il profilo di rischio-rendimento ed i costi dell'operazione che sta per concludere.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato richiesto (ABI) di chiarire cosa si intenda per “prodotti succedanei di larga diffusione, aventi caratteristiche comparabili ma con adeguata liquidità” (anche Studio legale ALLEN & OVERY), rilevandosi poi che “essi risultano di fatto esistenti per prodotti “plain vanilla”; per i prodotti strutturati, invece, non sono presenti, nella stragrande maggioranza dei casi, sul mercato prodotti “succedanei” sufficientemente liquidi. In considerazione di quanto detto in precedenza, si chiede conferma del fatto che il confronto con prodotti succedanei sia configurabile solo con riferimento a prodotti plain vanilla”. Particolarmente oneroso è considerato (ABI) predisporre una

“scenaristica di riferimento per i derivati OTC, i quali sollevano problemi a causa dei volumi trattati”.

Con riferimento ai derivati strutturati di copertura, una soluzione che appare equilibrata sotto il profilo efficacia/efficienza potrebbe essere la previsione in capo all'intermediario di fornire al cliente i livelli di prezzo di un benchmark costituito da prodotti plain vanilla”.

Lo Studio legale CLIFFORD CHANCE segnala le *“oggettive difficoltà – in particolare nel caso di prodotti particolarmente complessi – di reperire sul mercato prodotti liquidi aventi caratteristiche simili”.*

ASSIOM rileva come *“La definizione “prodotti succedanei di larga diffusione” ha notevoli implicazioni pratiche, ma è nuova nel quadro normativo e nella prassi operativa”* e che *“la richiesta di fornire un set informativo appare materia del Regolamento Emittenti”.*

Si è ritenuta (ACEPI) *“non opportuna”* la previsione di confronti con prodotti succedanei di larga diffusione, poiché l'operazione implicherebbe eccessivi margini di discrezionalità. Al riguardo ANASF ha suggerito che *“la Commissione individui criteri minimi, come ad esempio le tipologie di prodotti da inserire o il loro numero o una specificazione di cosa si intenda per adeguata liquidità”.*

ALTROCONSUMO ha chiesto di rendere *“obbligatorio”* il confronto.

AIAF, nel concordare *“con la necessità di innalzare ai massimi livelli i presidi di disclosure nella relazione con il cliente, ove le operazioni abbiano ad oggetto strumenti per i quali non esiste un mercato liquido e trasparente”* suggerisce che la comunicazione risulti, *“non soltanto completa, puntuale ed esaustiva ma anche chiara, avvicicabile e facilmente leggibile”* tenuto conto del grado di alfabetizzazione finanziaria dei risparmiatori italiani.

Valutazioni

La valutazione della convenienza di operazioni finanziarie è ostacolata dalla presenza di asimmetrie informative in capo alla clientela.

Tale circostanza è amplificata in assenza di riferimenti costituiti da prezzi formati su mercati efficienti.

La possibilità di offrire alla clientela al dettaglio termini di paragone per i prodotti illiquidi che l'intermediario intende proporre si muove nella direzione di mitigare il descritto contesto asimmetrico.

Infatti il cliente verrebbe messo in condizione di raffrontare il rendimento ed il rischio del prodotto in valutazione con quelli relativi ad uno strumento i cui meccanismi finanziari ed i cui costi sono a lui già noti.

Si ha peraltro presente che l'individuazione di un *set* di prodotti succedanei può

risultare nel settore finanziario un'operazione complessa in virtù della rilevante differenziazione orizzontale e verticale esistente fra i prodotti e delle asimmetrie informative che condizionano le possibilità di utilizzo del concetto di elasticità incrociata.

Tuttavia si ritiene che, in un'ottica di ragionevolezza, adottando quali criteri guida la durata anagrafica ed il grado di rischio del prodotto, sia possibile selezionare dei prodotti di riferimento, liquidi e diffusi, da utilizzare in chiave di raffronto per le altre tipologie di prodotto. In particolare i confronti evidenzieranno le differenze esistenti fra il prodotto illiquido e quello di riferimento in termini di costi, rendimento atteso (anche mediante le analisi di scenario raccomandate di cui al seguente punto), liquidità.

Non va peraltro dimenticato che l'ambito di operatività del Documento attiene alla distribuzione di prodotti illiquidi alla clientela retail. In tale contesto risulta quanto meno rischioso per l'intermediario immaginare politiche commerciali che prevedano l'offerta a clientela al dettaglio di prodotti che, per la loro complessità, faticano a trovare un termine di confronto ragionevole.

Ferma restando l'autonomia dell'intermediario nel selezionare il *set* di prodotti succedanei, nel caso delle obbligazioni *plain vanilla* si potrà così adottare quale strumento di confronto un titolo di stato di pari durata, evidenziando peraltro al cliente la differenza in termini di merito di credito e di liquidità del titolo governativo.

Quanto alle strutture più complesse, in assenza di alternative immediate cui raffrontare il profilo del titolo illiquido, permane la possibilità di presentare un paragone con un prodotto semplice e noto, con durata comunque paragonabile, da cui parimenti far emergere le differenze in termini di costi, *pay-off* e liquidità.

Così in caso di derivati di copertura è senz'altro auspicabile che a fronte di un'offerta di un prodotto strutturato con opzioni implicite, leva ed effetti barriera, sia illustrato un confronto, in termini di costi e efficacia della copertura, con uno *swap plain vanilla*. In tale fattispecie è particolarmente opportuno sottoporre al cliente il raffronto specifico fra i valori di smobilizzo nell'istante immediatamente successivo alla transazione nelle due diverse ipotesi di investimento (derivato strutturato e *IRS plain vanilla*).

Alla luce delle riflessioni sopra svolte è ritenuto dunque opportuno eliminare dal testo il riferimento alle "caratteristiche comparabili" dei prodotti da raffrontare, che nell'ottica degli intermediari appare l'ostacolo maggiore all'implementazione dei confronti.

Con riguardo alla proposta di ALTROCONSUMO di rendere obbligatori i confronti con prodotti succedanei si rinvia alle generali valutazioni sul tema sopra condotte.

* * *

1.9 Al riguardo, in presenza di strutture complesse, per illustrare il profilo di rischio dei prodotti presentati ai clienti, l'intermediario avrà cura di produrre al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio).

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato rilevato (ABI, ed in termini assai simili ASSOSIM, Studio legale ALLEN & OVERY, Studio legale CLIFFORD CHANCE) che la previsione di scenari probabilistici -ritenuti poco utili nella prospettiva dell'investitore- per le obbligazioni strutturate non è contemplata dalla "disciplina del prospetto" (dir. 2003/71/CE), e che *"nell'ambito degli attuali schemi di prospetto per le obbligazioni strutturate sono già previste esemplificazioni dei rendimenti (seppur non probabilistiche)... Gli scenari in questione non dovrebbero quindi essere previsti per le obbligazioni strutturate. Per quanto riguarda i derivati OTC, le analisi di scenario di tipo probabilistico appaiono piuttosto onerose. In alternativa, si propone di prevedere, almeno per i prodotti derivati più semplici, una analisi basata su "shift di curve" o altri parametri ed evidenziazione dei "best/worst case scenario" ove applicabile. Sul punto si ritiene quanto meno necessario escludere l'applicazione dei suddetti obblighi informativi nei casi di derivati OTC di copertura, che immunizzino i rischi ai quali il cliente è esposto".* Ampia contrarietà è stata espressa (ACEPI) al punto 1.9, dal momento che lo stesso imporrebbe *"agli intermediari obblighi di pertinenza dell'emittente, per i quali, peraltro, l'intermediario si può trovare esso stesso in posizione di asimmetria informativa"*. Nel rilevare che per taluni aspetti già opererebbero le previsioni del Regolamento Emittenti, ASSIOM sostiene che *"L'approccio "analisi di scenario" appare sproporzionato"*.

Di converso, ALTROCONSUMO ha espresso l'opportunità *"che sia resa obbligatoria non solo la pubblicazione di una esplicita distribuzione di probabilità dei rendimenti attesi, ma anche le metodologie di calcolo e le ipotesi utilizzate per arrivare a tale distribuzione."*

Valutazioni

Si ribadisce che anche l'indicazione di fornire alla clientela analisi di scenario di tipo probabilistico è intesa quale raccomandazione, piuttosto che declinazione di un obbligo normativo.

Pertanto non si pone la questione sollevata da numerosi soggetti circa la compatibilità con la disciplina emittenti e con il contenuto del prospetto (sul punto cfr. anche le valutazioni generali sopra condotte).

In proposito si è ulteriormente chiarito il testo del Documento per rendere maggiormente evidente il carattere di raccomandazione dei passaggi in esame.

Quanto all'utilità delle analisi di scenario si ritiene che esse siano particolarmente esplicative ed immediatamente comprensibili per il cliente medio, mettendo a sua disposizione un'indicazione sintetica del *pay-off* dello strumento.

Ciò permette una valutazione più semplice del profilo di rischio-rendimento dell'investimento consentendo l'assunzione di posizioni maggiormente coerenti con i propri obiettivi.

Pertanto, pur avuto riguardo alle limitazioni derivanti dalle ipotesi semplificatrici necessariamente poste alla base delle simulazioni, le analisi di scenario risultano particolarmente opportune in tutti i casi in cui il cliente assume posizioni in strumenti che lo espongono a rischi rilevanti e non immediatamente percepibili, come è nel caso dei derivati OTC e delle obbligazioni strutturate illiquide.

Alla luce delle finalità dell'informazione non appare inoltre necessario che l'intermediario dettagli analiticamente al cliente le ipotesi alla base delle analisi condotte, ferma restando l'opportunità che allo stesso siano veicolate informazioni sulle cautele da adottare nella lettura della scenaristica e sui limiti della stessa.

* * *

1.10 Gli elementi informativi indicati potranno essere contenuti in una scheda prodotto.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Contrarietà sul punto è stata espressa da ASSIOM, in quanto potenzialmente duplicativo del dovere di prospetto informativo. “*Ambigua*” è stata considerata (ASSIOM) “*l’espressione “potranno” che non prevede un obbligo bensì una facoltà*”.

Di converso ASSOFINANCE ritiene utile accompagnare la consegna della scheda prodotto con un’*“apposita attività illustrativa”* al cliente.

L'utilità di una “scheda prodotto” è evidenziata da FIBA CISL anche quale strumento “organizzativo” interno al fine di porre i dipendenti dell'intermediario effettivamente nelle condizioni di informare correttamente la clientela.

Valutazioni

L'adozione di una scheda prodotto consente di consegnare al cliente un quadro informativo sintetico permettendogli l'acquisizione di tutte le informazioni essenziali da un documento snello.

Si ritiene pertanto di confermare il contenuto della raccomandazione, anche in considerazione del fatto che gli stessi intermediari potranno cogliere l'opportunità

dell'utilizzo di un documento sintetico per soddisfare i bisogni informativi della clientela richiesti dalla "disciplina intermediari", in ottica sia commerciale sia di maggiore possibilità di controllo dell'operato della rete.

* * *

1.11 Con riguardo alla rendicontazione periodica delle posizioni assunte dalla clientela in prodotti della specie, gli intermediari dovranno trasmettere, ai sensi dell'art. 56 del Reg. 16190/2007, informazioni dettagliate sui prodotti detenuti. In particolare per le obbligazioni bancarie ed i derivati OTC è necessario che nel set informativo, periodicamente trasmesso, sia chiaramente esplicitato il fair value del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato chiesto (ABI) di chiarire che le misure di cui al par. 1.11 "*non riguardano i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazioni*" (in tal senso anche ASSIOM) e che, con riguardo a obbligazioni bancarie e derivati OTC "*possa essere indicato il valore medio (mid price) di mercato relativo allo strumento considerato*".

ASSIOM ha chiesto di chiarire "*se "condizioni applicate in caso di smobilizzo" si riferisce al prezzo denaro, oppure se voglia includere anche le commissioni, cosa che non sarebbe possibile attuare in quanto le commissioni vengono di volta in volta variate in funzione della politica commerciale... Si ritiene sufficiente l'indicazione del fair value del prodotto*". CREDEM ha ritenuto "*che possa esser difficile per gli intermediari riuscire a fornire... in modo standardizzato*" il dato riguardante il presumibile valore di realizzo "*in considerazione della possibile differenziazione delle condizioni applicate da cliente a cliente (tutto questo potrebbe determinare oneri significativi essenzialmente di carattere informativo/procedurale)*".

Lo Studio legale ALLEN & OVERY osserva che l'obbligo di rendicontazione ex art. 56 del Regolamento Intermediari "*è posto in capo agli intermediari che detengono strumenti finanziari della clientela e che pertanto tali intermediari potrebbero non essere gli stessi che hanno collocato il prodotto e quindi non essere in grado di valutare il presumibile valore di realizzo semplicemente perché non offrono di riacquistare il prodotto. Sottolineiamo che, nel caso si voglia mantenere il riferimento al presumibile valore di realizzo, tale valore ha portata meramente indicativa e potrebbe discostarsi significativamente rispetto all'effettivo valore di realizzo ottenibile dall'investitore con lo smobilizzo dell'investimento effettuato nel corso dei dodici mesi successivi al ricevimento della rendicontazione (che ha normalmente cadenza annuale)*".

"Condivisibile" (ACEPI) è apparso il riferimento al "*presumibile valore di realizzo*".

Valutazioni

Gli obblighi di rendicontazione (il par. 1.11 del Documento di consultazione è infatti di lettura interpretativa di doveri richiesti dalla disciplina) accompagnano la relazione con il cliente e pertanto l'intermediario che consente, per suo mezzo, alla propria clientela di entrare in possesso dei prodotti illiquidi avrà cura di dotarsi, anche mediante accordi con soggetti terzi, di sistemi che consentano la fornitura a ciascun cliente di informazioni periodiche affidabili sul presumibile valore di realizzo delle singole posizioni in essere.

D'altro canto è naturale che la funzione della rendicontazione non possa essere quella di contenere proposte irrevocabili di acquisto del prodotto da parte dell'intermediario al valore di smobilizzo indicato nei rendiconti, come parrebbe paventato da talune risposte alla consultazione.

I rendiconti contengono esclusivamente elementi informativi affidabili atti a consentire al cliente di svolgere valutazioni sull'andamento dei propri investimenti con cadenza periodica.

Le condizioni di mercato possono determinare oscillazioni dei prezzi tali da far variare, anche repentinamente, i valori di smobilizzo senza che vi possa essere nelle rendicontazioni alcuna garanzia di prezzo.

Al riguardo sarà oggetto di auspicabile ma autonoma valutazione dell'intermediario la possibilità di fornire alla clientela informazioni consuntive sui prodotti illiquidi con una periodicità più ravvicinata di quella richiesta in via generale dalla normativa.

Quanto al contenuto delle rendicontazioni non si condivide la richiesta di limitare l'informativa al *fair value* del prodotto in considerazione della illiquidità del medesimo.

Il significativo *spread* denaro-lettera, connaturato alla situazione di illiquidità, può determinare una significativa divaricazione fra il prezzo teorico dello strumento e l'effettivo valore che sarebbe possibile incassare da parte del cliente in caso di smobilizzo.

In proposito, alla luce delle domande formulate, è opportuno che nei rendiconti sia indicato quale valore di smobilizzo il livello della quotazione denaro, al lordo di eventuali commissioni che sarebbero pagate dal cliente in sede di effettiva negoziazione.

Infine, a seguito della richiesta dell'ABI, si conferma che le indicazioni in materia di rendicontazione non si applicano ai prodotti assicurativi (cfr. art. 56, 85 e 87 del Reg. 16190/2007) i quali come già ricordato non rientrano nella nozione di strumenti finanziari. In tal senso si emenda il Documento.

* * *

Osservazioni di Associazioni ed interessati sul paragrafo 1), in generale, del Documento

E' stato suggerito di introdurre (ABI) apposite definizioni di “*prodotto finanziario di riferimento*”, “*fair value*”, “*fair price*”, “*mark up*”, nonché “*mark to model*” “*costi a manifestazione differita*”. Lo Studio legale CLIFFORD CHANCE ha chiesto “*l'esatta definizione di fair value e le relative modalità di calcolo*”.

Con riguardo agli obiettivi di trasparenza perseguiti con il documento di consultazione, si è espresso “pieno apprezzamento” da un osservatore che ha rinvenuto nell'adozione “*di specifici obblighi di correttezza e di trasparenza a carico degli intermediari distributori... un utile strumento per superare l'asimmetria informativa*” che oggi si registra fra prospetti “comunitari” e prospetti italiani.

AIBE ha ritenuto che “*non possono trovare favorevole accoglimento le prescrizioni relative a:Unbundling; Fair value;Mark up; Prezzo di smobilizzo; Confronto con prodotti succedanei o di più larga diffusione in quanto, oltre a rappresentare un'applicazione contraria al principio di massima armonizzazione, in molti casi non sarebbero nemmeno tecnicamente percorribili e effettivamente realizzabili*”.

Si dichiara a favore di un “*generale innalzamento dei livelli di disclosure*” ASSOFINANCE, nell'auspicio, peraltro che ciò si traduca in termini sostanziali e non di mera enunciazione di principio. In tale contesto è positivamente valutata la piena informativa sul *fair value* del prodotto, e di qualsiasi tipo di onere connesso al prodotto.

Ulteriore spunto che ASSOFINANCE dichiara di apprezzare è “*senza dubbio rappresentato dall'illustrazione del prodotto raccomandato sia attraverso le risultanze di analisi di scenario di rendimenti (cfr. punto 1.9) sia mediante lo strumento dei confronti con prodotti succedanei aventi caratteristiche comparabili (cfr. punto 1.8)*”.

ASSOSIM ha rilevato come in un contesto nel quale si responsabilizza comunque l'intermediario in termini di verifica di appropriatezza e, in specie, di adeguatezza, appaiono “*ridondanti*” le prescrizioni di “*trasparenza*” fornite nel documento.

La questione della ridondanza delle misure di trasparenza rispetto alle già pregnanti disposizioni di correttezza previste per il servizio di consulenza è stata sollevata anche nel corso dell'*open hearing*.

ASSOGESTIONI “*concorda con la proposta avanzata... [dal Documento di consultazione] in ordine alla necessità di adottare adeguati presidi che consentano un innalzamento significativo della trasparenza nei rapporti con il cliente sia nella fase precontrattuale sia nella fase successiva all'esecuzione dell'operazione*.”

In particolare, con riferimento all'informativa precontrattuale si valuta positivamente sia la raccomandazione volta ad effettuare l'unbundling delle varie componenti del prodotto che giustificano il complessivo esborso finanziario sostenuto dall'investitore per il suo acquisto (fair value e costo), sia l'indicazione relativa al confronto tra il

prodotto finanziario illiquido e prodotti succedanei di larga diffusione, aventi caratteristiche comparabili ma con adeguata liquidità. Si condivide altresì la richiesta di produrre - in presenza di strutture complesse - le risultanze di analisi di scenario dei rendimenti. Con riferimento specifico alla trasparenza dei costi, non può che condividersi - in quanto accoglie la proposta avanzata da questa Associazione - l'esplicitazione - suddivisa per tipologia - di tutti i costi (impliciti ed espliciti) che gravano sul cliente anche se a manifestazione differita rispetto al momento della transazione.”

ASSORETI, richiede di esplicitare quali indicazioni di “trasparenza” non trovino in effetti applicazione con riguardo alle polizze assicurative finanziarie, ed in particolare sottolinea che:

“l’obbligo di palesare al cliente il fair value rischia di fornire un’informazione non coerente con la natura della polizza”;

- “l’obbligo di illustrare le risultanze di analisi di scenario di rendimenti nel rispetto del “principio di neutralità al rischio” determina una sostanziale omogeneizzazione dei rendimenti attesi per ciascun prodotto, i quali sarebbero equiparati al rendimento dei titoli del debito pubblico (assunti a paradigma dei titoli in assenza di rischio), ma con la evidenziazione della distinta percentuale di rischio associabile a ciascuno. L’effetto di tale scenario sarebbe, allora, quello di indurre il cliente a scegliere il prodotto che gli possa procurare lo stesso rendimento con minor rischio (dunque, i titoli di Stato), con conseguente, forte compressione del collocamento di tutti i prodotti rappresentati con tale analisi di scenario”;

- “la regola che imporrebbe agli intermediari di illustrare al cliente il confronto con prodotti succedanei di larga diffusione, aventi caratteristiche “comparabili”, ma con “adeguata liquidità”... appare di difficile applicazione alle polizze. Difficile risulta, in particolare, l’individuazione dei prodotti succedanei. Al riguardo, sebbene possa pensarsi, in prima battuta, al sottostante di una polizza, ci si avvede tuttavia di come tale riferimento non sarebbe appropriato in quanto, ad esempio, la polizza unit linked e il fondo comune ad essa sottostante non sono, in realtà, prodotti tra loro comparabili, dal momento che la scelta del cliente di sottoscrivere una polizza è, in realtà, fortemente condizionata dal regime giuridico generale del contratto assicurativo. Ciò fa sì che il cliente scelga di sottoscrivere la polizza anziché il fondo sottostante per le caratteristiche proprie della polizza, che la rendono in qualche modo unica e, quindi, infungibile, con la conseguenza che ogni comparazione con uno strumento finanziario ne falserebbe la prospettiva, soprattutto nei confronti del cliente”.

Valutazioni

Le osservazioni di Assogestioni, Assofinance ed Abaxbank vanno a sostegno delle indicazioni di trasparenza contenute nel documento.

Al fine di corrispondere alle richieste formulate e nell’ottica di contenere gli oneri in capo agli intermediari, si ritiene di poter condividere la necessità di fornire definizione

di talune espressioni tecniche utilizzate nel Documento onde offrire un quadro più nitido delle stesse.

Le osservazioni circa la ridondanza delle misure di trasparenza raccomandate nel documento in relazione alle già pregnanti prescrizioni in materia di correttezza non è condivisibile.

La tutela della clientela nell'ordinamento di settore passa attraverso specifici presidi di trasparenza che innalzano la portata della *disclosure* rispetto al diritto comune per consentire, nei limiti del possibile, una mitigazione delle asimmetrie informative esistenti fra intermediario e cliente. D'altro canto, nella consapevolezza che in condizioni di razionalità limitata le asimmetrie informative nelle transazioni finanziarie, pur riducibili, risulteranno comunque persistenti, il legislatore ha affiancato anche specifici regimi di correttezza che sono volti ad allineare le condotte degli intermediari con l'interesse del cliente. Anche in caso di svolgimento del servizio di consulenza, la *ratio* della normativa è quella di porre comunque il cliente in condizione di assumere consapevoli decisioni di investimento: infatti, nonostante la valutazione di adeguatezza condotta dall'intermediario, resta comunque in capo al cliente la decisione se effettuare o meno l'operazione.

Infine con riguardo alle osservazioni nell'AIBE, nel rinviare a quanto sopra detto in via generale sulla natura di raccomandazione dei presidi di trasparenza, si osserva che gli intermediari, al fine di adempiere ai doveri di correttezza e di valutazione di adeguatezza/appropriatezza, devono essere, per norma, necessariamente a conoscenza dei prodotti che propongono alla clientela. Le informazioni sul *mark-up*, sul *fair value* e sul prezzo di smobilizzo risultano di immediata disponibilità per un intermediario che si pone come controparte della clientela; d'altro canto in caso di distribuzione di prodotti di terzi, l'intermediario sarà comunque in grado di richiedere alla società prodotto le informazioni necessarie a soddisfare le esigenze informative della clientela. Anche il reperimento di prodotti succedanei non può determinare ostacoli insormontabili in operatori professionali che, a conoscenza delle caratteristiche dei prodotti inseriti nella propria gamma, ben potranno reperire termini di paragone.

In proposito appare utile far presente che si è a conoscenza del fatto che taluni intermediari, per proprie autonome iniziative cronologicamente anteriori alla pubblicazione del Documento di livello 3, già compendiano in una scheda prodotto da consegnare alla clientela un *set* informativo simile a quello raccomandato, anche con la presentazione di confronti ed analisi di scenario.

Con riguardo ai prodotti assicurativi si fa in primo luogo presente che, in presenza di un prospetto di cui è responsabile l'intermediario che intrattiene il rapporto con il cliente, il medesimo adempirà agli obblighi informativi nei confronti del cliente consegnandogli copia del prospetto medesimo.

Ove ciò non fosse, per conformarsi alle raccomandazioni contenute nel Documento il distributore potrà comunque avvalersi delle indicazioni operative fornite nella

regolamentazione secondaria in materia di prospetto assicurativo.

In particolare per la definizione del *fair value* del prodotto assicurativo in sede di mercato primario potrà adottarsi l'analogo concetto di "capitale investito" indicato negli schemi di prospetto Consob. Parimenti sul tema delle analisi di scenario si potranno seguire le indicazioni contenute negli schemi di prospetto.

Quanto ai confronti con prodotti succedanei, d'altro canto, si ritiene possibile, anche per le polizze, individuare - in assenza di termini di paragone - un prodotto semplice, noto e liquido, al quale rapportare il prodotto illiquido. In tal modo sarà, comunque consentito al cliente di svolgere valutazioni maggiormente consapevoli sui costi e sul *pay-off* della polizza rapportandola ad un termine di paragone noto.

In tutti i casi l'intermediario potrà evidenziare al cliente le peculiarità dei prodotti assicurativi con riguardo alla copertura dei rischi attuariali, ove effettivamente presente e significativa, ed al favorevole trattamento fiscale e successorio.

* * *

2. Presidi di correttezza

2.1 Gli intermediari che intendono operare ponendosi in contropartita diretta dei clienti per eseguirne le disposizioni, nonché con emissione di propri prodotti venduti direttamente alla clientela, si dotano di strumenti di determinazione del fair price basati su metodologie riconosciute e diffuse sul mercato.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Si è considerato (ABI) poco attuabile il riferimento a metodologie di *pricing* "riconosciute" con riguardo ai prodotti più innovativi. ANIA solleva dubbi circa il riferimento del punto 2.1 del Documento di consultazione ai prodotti assicurativi ed alle imprese che operano in vendita diretta.

ALTROCONSUMO ha chiesto di obbligare gli operatori alla pubblicazione delle "modalità utilizzate dall'intermediario nella determinazione del prezzo della transazione".

ASSOFINANCE ha "convenuto" sulla soluzione prospettata dal Documento di consultazione, segnalando peraltro l'opportunità "che il sistema di *pricing* interno dell'intermediario, ancorché ancorato a procedimenti rigidi ed obiettivi, non costituisca l'unico riferimento cui affidare la formazione delle migliori condizioni da applicare alla clientela".

Valutazioni

La richiesta di utilizzare sistemi di *pricing* basati su metodiche riconosciute risulta un

requisito imprescindibile per garantire la correttezza delle condotte degli intermediari in un fase operativa difficilmente vagliabile dalla clientela perché esposta ad asimmetrie informative particolarmente rilevanti.

Peraltro l'interpretazione fornita con il Documento non intende porre limiti all'innovazione finanziaria con una restrizione dell'universo dei "prodotti prezzabili" mediante il richiamo a tecniche già in essere.

Ciò che è richiesto è che gli elementi teorici su cui è fondata la tecnica di *pricing*, e non la specifica tecnica adottata per un particolare prodotto, siano condivisi e diffusi nella teoria e nella pratica dei mercati finanziari.

D'altro canto si ritiene che qualora il sistema di valutazione di un particolare prodotto presenti anche rilevanti innovazioni teoriche, che non trovano alcun riferimento nella corrente teoria e pratica dei mercati finanziari, l'intermediario dovrà valutare attentamente l'opportunità di offrire tale prodotto alla clientela *retail*, prima che si sia quantomeno stabilizzato il c.d. "rischio di modello".

Quanto alla proposta di rendere noti alla clientela i dettagli del sistema di *pricing*, si ritiene che la soluzione risulti eccessiva e per certi aspetti perfino non utile nella prospettiva di tutela del cliente che vedrebbe enfatizzati i propri oneri di autotutela a possibile preteso discapito dei doveri di correttezza dell'intermediario.

Infine si ritiene che il documento sia già in linea con le osservazioni di ASSOFINANCE circa la necessità che l'intermediario ricerchi anche riferimenti esterni sul prezzo dei prodotti illiquidi.

* * *

2.2 Le tecniche di pricing delle operazioni condotte con la clientela saranno coerenti con quelle adottate dall'intermediario per condurre, in sede di redazione del bilancio, le valutazioni al fair value degli strumenti finanziari detenuti, nonché con i sistemi predisposti per il monitoraggio del rischio del portafoglio titoli di proprietà.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

ASSIOM ha chiesto di "*chiarire il concetto di "tecniche di pricing ... coerenti ... con le valutazioni al fair value". Le finalità del fair price ai fini di valutazione di bilancio sono differenti da market price effettivamente operativi*".

Lo Studio legale ALLEN & OVERY ha ritenuto "*non condivisibile*" "*il requisito che le tecniche di pricing relative ad uno specifico prodotto possano essere equiparate a quelle proprie dell'intermediario ai fini della redazione del proprio bilancio*".

Valutazioni

I principi contabili incentrati sul concetto di *fair value* nella valutazione delle principali poste contabili del bilancio che accolgono strumenti finanziari rende plausibile la richiesta effettuata nel documento, finalizzata a che vi sia coerenza tra le valutazioni di bilancio e quelle relative alle transazioni svolte con la clientela.

Infatti, secondo i principi contabili IAS il *fair value* (cfr. IAS 39) è *“il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata o una passività estinta in una libera transazione fra parti consapevoli ed indipendenti”* .

In particolare secondo la medesima fonte *“la miglior prova del fair value (valore equo) è l’esistenza di quotazioni ufficiali in un mercato attivo. Se il mercato per uno strumento finanziario non è attivo, l’entità determina il fair value (valore equo) utilizzando una tecnica di valutazione. La finalità dell’utilizzo di una tecnica di valutazione è di stabilire quale prezzo avrebbe avuto l’operazione alla data di valutazione in un libero scambio motivato da normali considerazioni commerciali. Le tecniche di valutazione includono l’utilizzo di recenti, ordinarie operazioni di mercato tra parti consapevoli e disponibili, se a disposizione, il riferimento al fair value (valore equo) corrente di un altro strumento che è sostanzialmente lo stesso, analisi con flussi finanziari attualizzati e modelli di prezzo delle opzioni. Se esiste una tecnica di valutazione utilizzata comunemente da coloro che partecipano al mercato per dare un prezzo allo strumento e tale tecnica ha dimostrato di fornire stime attendibili dei prezzi praticati in operazioni correnti di mercato, l’entità utilizza tale tecnica. La tecnica di valutazione scelta utilizza al massimo i fattori di mercato mentre si affida il meno possibile a fattori propri dell’entità. Essa incorpora tutti i fattori che i partecipanti al mercato considererebbero nel fissare un prezzo e b) è coerente con le metodologie economiche accettate per prezzare gli strumenti finanziari. Periodicamente, un’entità calibra la tecnica di valutazione e ne verifica la validità utilizzando prezzi di qualsiasi operazione corrente di mercato nello stesso strumento (ossia senza variazione o ristrutturazione dello strumento) o basati su qualsiasi dato osservabile di mercato disponibile.”*

E’ evidente la vicinanza tra la disciplina citata e le richieste della normativa in materia di intermediazione mobiliare declinate nel documento di livello 3.

I cardini della *fair value evaluation* (quotazioni ufficiali in un mercato attivo; in assenza delle medesime, utilizzo di tecniche di valutazione adottate comunemente da coloro che partecipano al mercato; impiego di fattori di mercato piuttosto che di fattori discrezionali interni; revisione periodica dei sistemi di valutazione) risultano chiaramente allineati ai principi dettati nel documento.

Sul piano logico le osservazioni sopra svolte non sono contraddette dalle recenti iniziative volte ad una parziale modifica dei principi sopra menzionati.

Infatti l’emendamento introdotto nel testo dello IAS 39, prevede esclusivamente l’attenuazione del previgente divieto di riclassificazione di attività finanziarie da

categorie (“Attività finanziarie di negoziazione” oppure “Attività finanziarie disponibili per la vendita”) valutate al *fair value* ad altre categorie diversamente trattate.

Peraltro tale possibilità è limitata al caso in cui sussista un’effettiva variazione delle intenzioni dell’impresa in merito all’*“attività finanziaria [che] non è più posseduta al fine di venderla o riacquistarla a breve”*. Inoltre deve essere comunque fornita al lettore del bilancio espressa evidenza degli effetti economico-patrimoniali dell’applicazione di un diverso criterio di valutazione rispetto al *fair value*.

Si ritiene peraltro di ulteriormente esplicitare nel Documento finale la necessità di mantenere coerenza anche tra i criteri di *pricing* utilizzati in fase di emissione di propri prodotti con quelli adottati nell’eventuale momento di riacquisto dei medesimi prodotti dalla clientela.

* * *

2.3 Il processo di determinazione delle condizioni da applicare alle operazioni sarà strutturato in modo da guidare ex ante la discrezionalità degli addetti mediante la fissazione di precisi criteri cui questi ultimi dovranno attenersi.

2.4 In particolare, i parametri utilizzati per la definizione del prezzo teorico saranno acquisiti o determinati dagli addetti sulla base di specifiche indicazioni contenute nelle procedure aziendali. Inoltre, il valore base di tali parametri sarà ben distinguibile, nei sistemi informativi dell’intermediario, dalle maggiorazioni eventualmente dal medesimo applicate a titolo di mark-up.

Tali maggiorazioni saranno giustificate al cliente in ragione di fondate e comprovabili motivazioni economiche.

Il loro livello sarà predefinito all’interno delle procedure aziendali, eventualmente differenziate per tipo di strumento trattato e, nel caso di derivati OTC, anche per rischio di controparte dello specifico cliente.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Si è ritenuto (ABI) che *“l’esistenza di un set di norme procedurali interne pare già sufficiente a garantire “a monte” la correttezza dei criteri utilizzati “a valle” nella definizione delle condizioni delle singole operazioni con i clienti. Si richiede, pertanto, di rimuovere l’ipotizzata misura, al paragrafo 2.4, di “giustificare” al cliente le maggiorazioni applicate”*. Ad integrazione, potrebbe prevedersi *“una disposizione - analoga a quella prevista al par. 2.5 del documento - che disciplini il dovere dell’intermediario di assicurare in ogni momento, a richiesta del cliente, la possibilità di ricostruzione in misura ragionevole ex post degli elementi di base del pricing (prezzo teorico e maggiorazione complessiva)”*.

“Il riferimento alla giustificazione al cliente dei mark up in ragione di “fondate e comprovate motivazioni economiche” è apparso ad ACEPI “eccessivo, e

potenzialmente in contrasto con i più radicati principi di libertà di iniziativa economica... i costi devono essere illustrati in maniera completa e trasparente, ma non possono e non devono essere regolati". In materia lo Studio legale CLIFFORD CHANCE osserva che "non risulta che nell'ambito della regolamentazione di rango europeo vi siano norme che impongono l'obbligo di fornire le motivazioni sulla scelta di applicare commissioni, oneri o costi a carico dei clienti". ASSOSIM "con riferimento all'obbligo di evidenziare, per i derivati OTC, il mark up rispetto al fair price", osserva: "si pensi se analoga previsione venisse adottata per i depositi bancari, introducendo un obbligo di rendere trasparente il margine dell'intermediario rispetto al costo della provvista!".

ASSIOM ha ritenuto foriero di "notevoli difficoltà applicative" il processo descritto nel Documento di consultazione: "la discrezionalità, comunque insita nei parametri e nelle procedure richieste dal documento, rappresentano comunque una fonte di contenzioso con la clientela, soprattutto in fase di valutazioni ex post delle medesima".

Lo Studio legale GHIDINI, GIRINO e associati osserva come il Documento contenga alcune "pregevoli e condivisibili misure volte all'incremento del livello di trasparenza e all'applicazione dei principi di adeguatezza ed appropriatezza". Alcune misure previste in tema di pricing, sono, secondo lo Studio legale, meritevoli di approfondita riflessione, specie ove si faccia riferimento ai derivati OTC che presentano la caratteristica di "peculiarità ed unicità della specifica operazione proposta": nel caso lo strumento finanziario non preesiste all'offerta ma è creato nel contatto con il cliente. Così, "mentre appaiono ragionevoli... le misure tese a massimizzare il livello di trasparenza sul pricing del prodotto con particolare riferimento alla disclosure del mark up ... destano perplessità le misure finalizzate ad imporre all'intermediario un price building in cui le eventuali maggiorazioni debbano trovare giustificazione in motivazioni economiche fondate e comprovabili". Inoltre, il riferimento alle quotazioni di altri dealer "potrebbe di fatto indurre gli operatori a conformare le offerte alle medie di mercato" con segnalati rischi di limitazione della concorrenza.

ANIA rileva che "in relazione ai prodotti finanziari assicurativi, l'intermediario non ha alcuna discrezionalità nel determinare le condizioni da applicare alle operazioni e non può attuare alcuna maggiorazione a titolo di mark-up".

Ampia condivisione delle declinazioni offerte dal Documento di consultazione è stata espressa da FIBA Cisl.

ITALIAN CFA SOCIETY, nel condividere le linee del Documento di consultazione, ha evidenziato "l'importanza dell'esistenza di un modello di pricing validato, per la definizione del prezzo teorico, per ciascuno strumento offerto alla clientela. In alcuni casi, la metodologia della somma delle parti potrebbe non rivelarsi la più idonea per la determinazione del fair value dello strumento finanziario. Riteniamo, inoltre, che l'analisi di termini di riferimento esterni dovrebbe focalizzarsi sulla verifica della congruità dei parametri utilizzati nel modello stesso, oltre che sulla ricerca di quotazioni di altri dealer o interdealer broker. I criteri relativi alla tempistica e le modalità di revisione dei parametri impiegati nel modello ai fini delle valutazioni, dovrebbero, inoltre, essere codificati e inclusi nelle procedure aziendali".

Valutazioni

Si ritiene di concordare con le eccezioni sollevate relative alla richiesta contenuta nel Documento di giustificare al cliente le maggiorazioni applicate rispetto al *fair value* del prodotto illiquido (“*Tali maggiorazioni saranno giustificate al cliente in ragione di fondate e comprovabili motivazioni economiche.*”) eliminando il periodo in esame.

In effetti le relative indicazioni avevano una portata più connessa ai valori di trasparenza che di correttezza in esame nella presenta sezione.

Quanto al paventato effetto anticoncorrenziale derivante dal richiesto raffronto dei prezzi applicati alla propria clientela con quelli proposti da altri operatori, si ritiene che esso non sussista.

Infatti la misura non ostacola in alcun modo l’applicazione di condizioni migliorative rispetto a quelle riscontrate presso altri operatori, introducendo anzi, a mezzo del confronto con i *competitor*, uno stimolo alla dinamica competitiva.

In coerenza con quanto proposto da ITALIAN CFA SOCIETY si ritiene poi necessario che i valori dei parametri inseriti nei modelli di *pricing* siano anch’essi confrontati con riferimenti esterni oggettivi ed affidabili, al fine di valutarne la congruità. Pertanto, nel Documento finale si richiede la fissazione di precisi criteri di *pricing* che contemplino anche un confronto con *provider* esterni.

* * *

2.5 Il sistema informativo aziendale dovrà consentire, ex post, un’agevole e precisa ricostruzione dell’attività svolta, con riferimento alle condizioni applicate, ai parametri ed alle maggiorazioni utilizzate per ciascuna transazione eseguita.

2.6 Al fine di minimizzare il rischio di condotte opportunistiche, è comunque opportuno che il sistema di pricing interno dell’intermediario non costituisca l’unico riferimento cui affidare la formazione delle migliori condizioni da applicare alla propria clientela.

Le procedure aziendali saranno strutturate per garantire un’effettiva ricerca delle migliori condizioni possibili per l’esecuzione delle transazioni, prevedendo una congrua serie di fonti informative da consultare prima della conclusione di ciascuna operazione.

2.7 Così, in assenza di mercati regolamentati o MTF nei quali vengano trattati effettivamente gli strumenti negoziati con la propria clientela, le procedure aziendali prevedranno la consultazione di altri dealer o di interdealer broker cui richiedere quotazioni, se del caso anche soltanto indicative purché documentabili ed asseverabili, che possano costituire un valido riferimento per giustificare la congruità delle condizioni applicate.

Nel caso di prodotti per i quali non si è in grado di reperire quotazioni, ma che siano separabili in più componenti elementari, potrà essere adottato il metodo della somma delle

parti.

In tal modo si potrà pervenire alla determinazione di un prezzo di confronto con la scomposizione dello strumento nelle sue parti, le cui quotazioni potrebbero essere più facilmente acquisite presso entità esterne.

In proposito si evidenzia tuttavia che il miglior interesse del cliente andrà garantito sempre con riferimento alla transazione considerata nella sua unitarietà, piuttosto che sulle singole componenti della stessa.

Potranno essere altresì utilizzate quotazioni affidabili afferenti a prodotti con caratteristiche simili, ove del caso rettificate secondo procedure standardizzate per tener conto di differenze oggettivamente quantificabili.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Si è osservato (ABAXBANK) che, nella fase di pre-emissione gli intermediari (distributori) procedono a confrontare diverse proposte di prezzi da parte di vari emittenti, sulla base di un'idea di prodotto da collocare, prima di concludere l'operazione individuando l'emittente. Per altro verso, difficile sul piano tecnico sarebbe effettuare le indicate "consultazioni" in una fase successiva a quella di emissione posto che l'intermediario (distributore) non è intervenuto nel processo di strutturazione "a monte".

Si è altresì segnalata l'opportunità (ABAXBANK) che le misure di terzo livello di prossima emanazione precisino come il riferimento comparativo ad eventuali quotazioni fornite da terzi intermediari non possa rappresentare l'unico elemento decisivo ai fini della valutazione della congruità del comportamento posto in essere dall'intermediario. Infatti, si è sostenuto, la considerazione relativa al prezzo dovrebbe essere accompagnata anche dalla considerazione dagli ulteriori fattori che possono concorrere a determinare migliori (o comunque preferibili) condizioni di esecuzione (quali, in particolare, la rapidità di esecuzione dell'ordine, la completezza dell'informativa *pre* e *post* negoziazione).

Sul piano del fatto, si è ritenuto (ACEPI, ma in termini non dissimili anche ASSIOM, ASSOSIM e Studio legale CLIFFORD CHANCE) "*estremamente improbabile che soggetti terzi siano disponibili a fornire all'intermediario su base continuativa pricing anche solo indicativi dello strumento e/o delle sue componenti elementari, risultando tale attività alquanto complessa e non remunerativa*". In termini analoghi si sono espressi CREDEM e un osservatore.

E' stata rinvenuta (ABI) una "discriminazione" dell'internalizzatore sistematico rispetto ai mercati regolamentati e agli MTF, che non necessariamente sono in grado di garantire liquidità ed efficienza. Così anche un osservatore

Secondo ASSOGESTIONI, che richiama le proprie proposte formulate in occasione della consultazione (luglio-settembre 2007) sul Nuovo Regolamento Intermediari, "*le cautele individuate nel documento di consultazione in ordine alla determinazione del fair price assumono un ruolo centrale nell'ambito delle misure di terzo livello in esame... Al riguardo è quindi necessario: (i) individuare il fair price attraverso metodologie riconosciute e diffuse sul mercato e soprattutto (ii) enucleare le*

condizioni da applicare al cliente sulla base di termini di riferimento esterni, non solo quindi in forza di sistemi di pricing interni agli intermediari. Il ricorso a parametri "esterni" consentirebbe infatti di minimizzare il rischio di condotte opportunistiche". Secondo ASSOGESTIONI, inoltre, le misure in discorso dovrebbero richiedersi non solo agli intermediari che operano in contropartita diretta della clientela ma anche agli "intermediari che prestano servizi di ricezione e trasmissione di ordini e collocamento di prodotti di terzi, così da arginare possibili elusioni della disciplina in esame".

IL JAC, che ritiene molte delle annotazioni del Documento di consultazione in grado di essere superate sulla base delle riflessioni in tema di "benchmark di prezzo" già condotte a suo tempo, ritiene utile richiamare l'orientamento già espresso dalla Commissione UE secondo cui "nel caso di prodotti complessi, l'obbligo di best execution [...] si applica al prodotto nel suo complesso. La best execution per il prodotto nel suo complesso può essere conseguita anche se la best execution per ciascun componente, quando considerata isolatamente, non viene conseguita". Tale posizione sarebbe contraddetta nel Documento di consultazione della Consob.

Il JAC sottolinea in particolare che "le modalità di pricing dei prodotti a rendimento predefinito e dei prodotti a rendimento variabile sono differenti. Generalmente, un prodotto a rendimento variabile rappresenta l'offerta preconfezionata di un servizio. Le commissioni addebitate per l'erogazione di tale servizio sono... espresse in termini assoluti e non sono legate alla performance. Pertanto ciò che l'investitore riceverà quale rendimento del proprio investimento sarà la performance dell'investimento, da cui saranno dedotte le commissioni di gestioni previste" (che quindi il cliente deve conoscere). Nel caso di prodotti "a rendimento predefinito... le commissioni e i costi sono già presi in considerazione nel calcolo di tale rendimento predefinito" (ed il cliente, aiutato dal proprio intermediario, potrà valutarne la convenienza "osservando la gamma di prodotti e strutture concorrenti"). In tale ultimo caso (tipico dei prodotti strutturati) "la comunicazione dei margini di profitto [dell'intermediario] è irrilevante".

Valutazioni

Nel documento non è effettuata una discriminazione nominalistica delle diverse sedi di esecuzione, ma si fa esclusivamente riferimento alla liquidità effettiva delle medesime. Pertanto potranno esistere mercati regolamentati illiquidi che determineranno l'illiquidità degli strumenti ivi esclusivamente quotati, nonché processi di internalizzazione sistematica che potranno rendere liquido un prodotto anche se non altrimenti trattato.

La *ratio* della previsione circa la necessità di richiedere quotazioni a soggetti terzi è quella di assicurare che l'intermediario, in assenza di un mercato efficiente ed in presenza di "rischi di modello", ponga in essere tutti gli sforzi ragionevolmente possibili al fine di rinvenire un affidabile riferimento che, risultando esterno all'azienda, sia il più possibile oggettivo pur in presenza dei menzionati limiti.

Dunque ciò che viene richiesto è che l'intermediario implementi procedure necessarie ad assolvere ad una obbligazione di mezzi consistente nella ricerca, effettiva e concreta, svolta con adeguata diligenza professionale, di fonti informative altre rispetto al proprio modello interno di valutazione.

Qualora la ricerca non porti ad alcun risultato il documento non impone un'astensione dal porre in essere l'operazione; in tal caso sarà evidentemente cura dell'intermediario (o meglio delle procedure definite a monte) di valutare l'opportunità di concludere la transazione con clienti al dettaglio affidandosi al solo prezzo di modello.

Peraltro, ferma restando la rilevanza delle situazioni considerate nel paragrafo 2.7 del Documento di consultazione, si ritiene di non riportarle nel Documento finale in considerazione della loro valenza esemplificativa.

Con riguardo alle osservazioni JAC sulla *best execution*, si rinvia allo specifico passaggio del documento di consultazione laddove, in coerenza con le indicazioni comunitarie, è indicato *“che il miglior interesse del cliente andrà garantito sempre con riferimento alla transazione considerata nella sua unitarietà, piuttosto che sulle singole componenti della stessa.”*

In relazione alla richiesta di ASSOGESTIONI, si precisa che le indicazioni sui modelli di *pricing* sono applicabili agli operatori che in via diretta o indiretta, a mezzo di altri intermediari, si pongono in contropartita con il cliente al dettaglio, sia nella fase di mercato c.d. primario sia in quella di mercato secondario.

* * *

3. Graduatoria dell'offerta e tutela del cliente; verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti

3.1 *La nuova normativa di settore prevede che gli intermediari possano prescegliere la modalità di offerta delle proprie attività graduando il livello di servizio garantito alla clientela.*

In correlazione a ciò, è richiesta agli operatori una valutazione di adeguatezza, di appropriatezza o una mera esecuzione delle disposizioni impartite dai propri clienti.

Tale ultima modalità (c.d. execution only) è consentita alle specifiche condizioni dettate dalla normativa (artt. 43 e 44 del Reg. Consob 16190/2007).

3.2 *Per i clienti con i quali, sulla base del contratto, l'intermediario sia tenuto a valutare la sola appropriatezza (art. 42 del Reg. 16190/2007) dovranno essere tenute in debito conto le peculiari caratteristiche dei prodotti illiquidi, in specie se caratterizzati da profili di complessità, raffrontandole al grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente che richiede l'investimento.*

Le specificità di strumenti i cui prezzi non sono formati in mercati liquidi, ma sono spesso esclusivamente determinati in base a complessi modelli teorici di valutazione in ragione di componenti aleatorie implicite, richiedono infatti, per l'effettuazione di scelte consapevoli, conoscenze finanziarie ed esperienza ben superiori a quella detenute dal cliente retail medio.

Saranno così giudicate inappropriate le operazioni della specie per i clienti con livelli di esperienza e conoscenza non elevati e quindi non in grado di comprendere realmente i profili di rischio sottesi ai prodotti in esame.

Per i prodotti composti, che inglobano una componente derivativa, l'indagine sull'idoneità delle conoscenze e dell'esperienza di cui è dotato il cliente dovrà essere condotta dall'intermediario anche partitamente per ognuna delle sue componenti.

Tale valutazione dovrà specificamente tenere conto della intelligibilità, per la clientela ordinante, della natura e degli effetti aleatori del derivato incorporato, affinché sia verificata la consapevolezza delle scelte da questa condotte.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato sostenuto (ABI) che *“la richiesta, per la vendita di tutti i prodotti illiquidi (strutturati o derivati OTC), di un livello di conoscenza elevato da parte del cliente appare di notevole impatto per gli intermediari e per i clienti stessi. In virtù di questo sensibile impatto, sarebbe quanto mai auspicabile che si procedesse ad una attenta ponderazione dei costi derivanti dall'implementazione della misura proposta rispetto agli effettivi benefici realisticamente conseguibili.*

“Eccessivamente restrittiva” è stata valutata (ACEPI) la linea del Documento di consultazione laddove è previsto che “saranno così giudicate inappropriate le operazioni della specie per i clienti con livelli di esperienza e conoscenza non elevati e quindi non in grado di comprendere realmente i profili di rischio sottesi ai prodotti in esame”. Secondo l'Associazione, infatti, “i profili di rischio intrinseci al prodotto devono considerarsi oggetto di una disclosure completa per mezzo del prospetto [e, pare di desumersi, per tale via appropriati per chiunque secondo ACEPI]; l'intermediario dovrà illustrare i rischi addizionali relativi alla carenza di liquidità. Per questa via, il cliente avrà a disposizione una disclosure completa dei rischi intrinseci ed estrinseci e sarà l'intermediario a dover valutare l'appropriatezza dello strumento”.

Parimenti *“eccessiva” è stata giudicata (ACEPI) l'indicazione di una valutazione di idoneità delle conoscenze ed esperienze del cliente “partitamente per ognuna delle componenti” di un prodotto composto (ad es. obbligazione strutturata). Secondo l'Associazione, “se da un lato è essenziale che il cliente sia perfettamente a conoscenza degli effetti economici delle varie componenti del prodotto strutturato sul proprio investimento, dall'altro è superflua una conoscenza specifica della componente (per esempio, opzionaria), che dovrà essere richiesta solo in caso di investimento diretto nella componente medesima”.*

Il JAC ritiene *“contrario alla MiFID” il riferimento ad una distinzione fra “clienti non in grado di comprendere realmente i prodotti e gli altri”. Peraltro, il JAC osserva come “la maggior parte dei prodotti strutturati sia collocata da intermediari tenuti a rispettare l'obbligo di adeguatezza... I prodotti strutturati ricadono quasi integralmente nella definizione di prodotti complessi ai fini della disciplina della MiFID”.*

Con riguardo ai prodotti strutturati si osserva (JAC) come *“ciò che gli investitori devono poter comprendere non è la struttura sottostante di un investimento ma il rischio insito nello stesso”*: prodotti molto complessi possono essere a rischio molto basso: *“condividiamo il parere della CONSOB per cui i prodotti complessi non dovrebbero essere venduti ad una certa tipologia di investitori attraverso determinati canali, non riteniamo che vi sia alcuna buona o logica ragione per limitare le possibilità di investimento di chi operi con l’ausilio di un’appropriata consulenza di investimento”*.

CREDEM, con riferimento ai prodotti compositi ed alla necessità di verificare conoscenza ed esperienza del cliente in relazione a ciascuna componente del prodotto, ha ritenuto che *“tale tipo di indagine possa essere fuorviante: valutare la conoscenza ed esperienza sulla specifica componente derivativa – anche solo con riferimento a obbligazione ancorché strutturate, ma di semplice comprensione (ad es. inflation linked) – significa indagare se il cliente conosca e abbia già effettuato operazioni in strumenti derivati”*.

Lo Studio legale FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, con riguardo alle obbligazioni bancarie strutturate ha osservato che *“prodotti complessi possono essere limitatamente rischiosi mentre prodotti semplici comportare rischi elevati”*: *“non esiste una correlazione automatica tra la complessità del prodotto e la sua rischiosità”*.

ASSORETI, nel giudicare *“di dubbia efficacia”* la previsione contenuta nel Documento, evidenzia l’*”esigenza di precisare le tipologie di prodotti illiquidi per le quali si perverrebbe a un giudizio pressoché automatico di non appropriatezza (e quindi di non adeguatezza) per la clientela al dettaglio”*.

ASSIOM sottolinea che le richieste del documento di consultazione aumenterebbero i costi degli intermediari poiché imporrebbero loro di *“riprofilare”* la clientela a cui di recente sono stati sottoposti i *“questionari MiFID”* *“senza distinzione fra titoli liquidi o illiquidi”*.

ANIA valuta che *“ritenere necessaria una “elevata” conoscenza degli strumenti finanziari, ai fini di un “appropriato” collocamento, è difficilmente condivisibile per le polizze finanziarie assicurative nella loro generalità, considerato, per esempio, che:*

- *solitamente il collegamento di un prodotto a rendimento garantito con una tradizionale gestione assicurativa separata non determina rischio di perdita del capitale investito, da cui la sufficienza di una conoscenza ed esperienza finanziaria anche non elevata;*
- *quando la polizza è collegata a fondi obbligazionari (ad es. unit linked) si ritiene sufficiente, anche in questo caso, una conoscenza “media” o comunque non elevata, in linea con quanto previsto per le normali obbligazioni plain vanilla”*.

ASSOFINANCE, invece, ha considerato *“assolutamente ragionevole”* la soluzione prospettata nel Documento di consultazione.

ITALIAN CFA SOCIETY *“concorda con il principio di ritenere non idoneo il collocamento di prodotti il cui profilo di rischio, e le relative implicazioni in termini di*

performance, *non possano essere comprese dal cliente, dato il suo livello di esperienza e di conoscenze finanziarie*”.

Valutazioni

Il rischio di liquidità insito negli strumenti in esame può non cogliersi con immediatezza.

Di converso, l’attenzione del cliente può, anche per l’approccio commerciale seguito, essere attratta da ulteriori profili (rimborso a scadenza del titolo, incasso di flussi in caso di derivati OTC), in grado di ulteriormente sminuire l’effettiva percepibilità e comprensibilità del rischio di liquidità del prodotto.

Del resto l’industria nelle stesse osservazioni esposte al Documento ha ripetutamente rappresentato la concreta difficoltà di individuazione e misurazione, per essa stessa, del menzionato rischio.

E’ dunque particolarmente rilevante che l’intermediario compia un’attenta ed approfondita valutazione delle caratteristiche del cliente che si predispone a condurre un’operazione in prodotti illiquidi, al fine di verificare le concrete possibilità di percezione della fattispecie e delle sue conseguenze pratiche.

Nel Documento di consultazione si era tratteggiato quale tipico acquirente di prodotti della specie quello con competenze ed esperienze elevate. Peraltro tale rappresentazione è, necessariamente, di tipo meramente indicativo, dovendo poi naturalmente declinarsi sulle modalità effettive di profilatura della clientela da parte dei singoli intermediari che definiscono in autonomia la nomenclatura dei diversi profili.

Alla luce delle osservazioni pervenute, si ritiene quindi opportuno modificare il passaggio in esame mantenendo esclusivamente il riferimento alla necessità che il cliente sia in grado di percepire il rischio di liquidità, senza fare riferimento a specifiche categorie che potrebbero variare a seconda del sistema adottato dall’intermediario.

Con riguardo a quanto specificamente rappresentato da ANIA sull’intellegibilità del prodotto polizza, si osserva che la raccomandazione di considerare *“inappropriate ... per i clienti con livelli di esperienza e conoscenza non elevati”* le operazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari assicurativi va naturalmente messa in relazione con la circostanza che tali polizze mancano spesso, di diritto o di fatto, sia della possibilità di una pronta ed efficiente liquidabilità dell’investimento, sia di un intrinseco meccanismo di *“fair valuation”* del contratto (cfr. *supra* par. 1.5 del presente documento). In particolare, può risultare complesso per il cliente comprendere il rischio di (il)liquidità connesso al titolo.

In questo contesto, la presenza di una “garanzia” di restituzione del capitale o di

rendimento minimo non pare circostanza idonea, di per sé sola, a “giustificare” la sufficienza, in capo al cliente, di una conoscenza ed esperienza finanziaria limitata. In proposito si rappresenta infatti che:

- la “garanzia” di restituzione del capitale o di rendimento minimo non costituisce un elemento tipologico della generalità dei prodotti finanziari assicurativi: le polizze di tipo *linked* possono, infatti, non contemplarla (e spesso non la contemplano).

In una tale evenienza, il deprezzamento delle quote derivante, in particolare, dall’insolvenza degli emittenti gli strumenti finanziari contenuti nel fondo interno o nell’OICVM di riferimento si ripercuote direttamente sulle prestazioni dovute dall’impresa all’investitore, come anche le note vicende relative alla recente crisi “Lehman Brothers” hanno confermato;

- la ridetta “garanzia”, se presente, opera, di norma, solo alla scadenza del contratto, con la conseguenza che, in caso di riscatto anticipato, il risparmiatore sopporta i rischi dell’investimento, ivi compresa la possibilità di vedersi rimborsata una somma anche inferiore al capitale inizialmente investito.

In una tale circostanza - e anche prescindendo da eventuali penali di “uscita” anticipata, pur solitamente presenti - si rileva che, nel caso delle polizze *index*, se il disinvestimento avviene prima della naturale scadenza, l’importo che viene corrisposto al cliente è tendenzialmente pari al prezzo dell’obbligazione *zero coupon* sottostante al prodotto, per sua natura sotto la pari fino alla scadenza.

Va, inoltre, sottolineato che, per taluni prodotti, gli stessi attivi sottostanti alla polizza possono presentare ambiti di difficile comprensibilità per un cliente dotato di una conoscenza ed esperienza finanziaria “*non elevata*”. Si pensi, in particolare, alle polizze *index linked*, che sono costituite, nella sostanza, da obbligazioni indicizzate costruite *ad hoc* da intermediari specializzati e quindi non standardizzate, non facilmente prezzabili.

* * *

3.3 Un maggior valore aggiunto e, conseguentemente, un più elevato livello di tutela per la clientela, rivengono dalla prestazione del servizio di consulenza, la cui nozione normativa risulta peraltro particolarmente ampia.

Secondo la definizione comunitaria (art. 52 della Direttiva n. 2006/73/CE) recepita nell’ordinamento nazionale (art. 1 del TUF) per aversi consulenza “basta” una “raccomandazione [...] presentata come adatta” per il cliente avente ad oggetto un determinato strumento finanziario.

Al riguardo la Consob ha già avuto modo di chiarire (Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti – Esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007) che “non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza.

Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non "automatiche") il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la "consulenza in materia di investimenti".

Mediante l'utilizzo di mezzi di contatto non automatici risulta allora "normale" che ai servizi esecutivi sia abbinata la consulenza.

Al riguardo appare altresì opportuno precisare, con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, per definizione create (o quantomeno presentate come) "su misura" per la controparte, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Lo Studio legale CLIFFORD CHANCE ha contestato la "presunzione" di consulenza quando il contatto con il cliente avvenga sulla base di un canale non automatico, ritenendo di segnalare come una tale presunzione non si trovi né nella legge nazionale né nelle fonti comunitarie.

Sul connotato valore consulenziale di un derivato OTC *tailor made* si è espressa ASSOFINANCE. *Contra* si è espresso lo Studio legale CLIFFORD CHANCE: *"la strutturazione di un'operazione – quand'anche su misura per uno specifico cliente, non può essere ritenuta un indice sintomatico dello svolgimento di un'attività di consulenza. Il fatto che un'operazione sia stata strutturata ad hoc per un particolare cliente non rivela, infatti, ancora nulla in merito al modo in cui la medesima operazione sarà presentata al cliente, se cioè come un'operazione adatta a lui, ovvero senza alcuna specificazione di questo tipo"*.

CREDEM ha chiesto se una componente del prezzo di un derivato OTC *"possa essere proprio il servizio di consulenza fornito al cliente"*.

Lo Studio legale ESINI, ESINI & DA VILLA, ha fra l'altro, evidenziato come i prodotti assicurativo-finanziari non siano "strumenti finanziari" e non costituiscano pertanto il normativo oggetto del servizio di consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del TUF.

Valutazioni

Nel rinviare alle valutazioni sopra condotte circa, tra l'altro, la nozione di consulenza in materia di investimenti (cfr. *supra* par. 1.1 del presente documento), si puntualizza in questa sede che la previsione del documento circa la configurabilità intrinseca della prestazione del servizio di consulenza in caso di trattazione di derivati OTC è da riferirsi alle operazioni *"create (o quantomeno presentate come) "su misura" per la*

controparte, pur in una logica di parziale standardizzazione”.

In tali casi l'intermediario è, per costruzione e per la politica di offerta prescelta, necessitato a svolgere indagini sui bisogni del cliente per giungere a proporre un'operazione *ad hoc* su strumenti finanziari, provvedendo al “*fitting*” dei diversi parametri del derivato sulla base di tali esigenze.

E' evidente come questa forma di contatto con la clientela rappresenti una chiara declinazione del servizio di consulenza come oggi definito, presentando i caratteri della raccomandazione personalizzata su uno strumento finanziario (derivato OTC) giudicata come adatta (e, nel caso di specie, costruita come adatta).

In ragione di queste considerazioni, al fine di eliminare fraintendimenti sulla categoria di operazioni che rientrano *per se* nel servizio di consulenza, si apportano ulteriori chiarimenti al testo del Documento:

Al riguardo appare altresì opportuno precisare, con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, ~~per definizione~~ create (o quantomeno presentate come) “su misura” per la controparte, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Con riferimento a quanto evidenziato dallo Studio legale ESINI, ESINI & DA VILLA, si fa rinvio alle osservazioni condotte nel Documento del 30 ottobre 2007 recante gli Esiti della consultazione condotta sul Nuovo Regolamento Intermediari (pagg. 152 ss.), ove si era già rappresentato che:

- l'art. 1, comma 5-*septies*, del TUF definisce la consulenza in materia di investimenti – che costituisce attività sottoposta a riserva di legge - come “*la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*”, rammentandosi altresì che, nell'81° considerando della direttiva L2, è precisato che “*una consulenza generica in merito a un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari*”;
- l'estensione di tali principi ai prodotti finanziari assicurativi (che pure strumenti finanziari pacificamente non sono¹²), operata in forza delle scelte attuate dal legislatore con la Legge sul risparmio, comporta che si sia in

¹² Cfr. in proposito anche la Comunicazione n. DI/99061789 del 13 agosto 1999 ove la Consob ebbe a ricondurre le polizze *linked* “*nel novero dei prodotti assicurativi piuttosto che in quello degli strumenti finanziari*”, sottolineando peraltro “*la rilevata labilità del confine fra alcune categorie dei prodotti assicurativi in questione e gli strumenti finanziari veri e propri*” ed evidenziando quindi come ciò rendesse già all'epoca “*auspicabile l'adozione di cautele e regole di comportamento comparabili a quelle previste nel settore dei servizi d'investimento*”.

presenza di un'attività di consulenza rilevante ai fini degli artt. 85, comma 1, e 87, comma 1 del Nuovo Regolamento Intermediari – in relazione alla quale, sarà necessario condurre il *test* dell'adeguatezza (anziché quello di appropriatezza) – tutte le volte in cui l'intermediario assicurativo (banca, sim), ovvero la stessa impresa di assicurazione emittente, presenti una determinata polizza come adatta alle caratteristiche personali del contraente (ciò che appare, invero, essere l'ipotesi normale nella distribuzione di prodotti assicurativi finanziari).

Percorribile anche se non obbligatoria appare la politica di “tariffazione” prospettata dal CREDEM.

* * *

3.4 Ciò posto, nell'ambito della consulenza eventualmente fornita ai clienti, dovrà porsi particolare cura all'emanazione di raccomandazioni su prodotti della specie.

L'intermediario dovrà dotarsi di stringenti procedure che consentano agli addetti alla relazione con la clientela l'effettiva valutazione dell'ottimalità del prodotto illiquido in relazione ai bisogni del cliente.

In particolare gli operatori dovranno porre specifico riguardo ai diversi fattori che possono incidere sul livello di costo di strumenti illiquidi, quali lo spread denaro-lettera nella fase di successivo eventuale smobilizzo od altri elementi non immediatamente percepibili dai clienti.

Così l'esistenza di prodotti succedanei nel portafoglio prodotti dell'intermediario, ritenuti tutti adeguati per le caratteristiche di un determinato cliente, ma che presentino differente onerosità, dovrà essere tenuta in considerazione nell'espressione del consiglio.

In tali circostanze, infatti, seguendo il principio del miglior interesse del cliente, la raccomandazione dell'intermediario non potrà che vertere sul prodotto meno costoso.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Si è sottolineato (ABI; ASSIOM; Studio legale CLIFFORD CHANCE) come la valutazione di “ottimalità” non sia richiesta da alcuna norma comunitaria di riferimento, o che sarebbe “*di difficile qualificazione e valutazione*” (CREDEM).

ASSORETI parla al riguardo di “*regola più restrittiva di quelle recate dalla MiFID*”, “*in deroga al principio di armonizzazione massima*”: “*il costo non è elemento della valutazione di adeguatezza, e in tale contesto non sembra corretto in assoluto assumerlo a priori quale criterio di selezione dell'investimento adeguato per il cliente*”.

ANASF ha ritenuto “*semplicistica*” la scelta di individuare il prodotto “*meno costoso*” fra i vari potenzialmente adeguati, suggerendo di “*consigliare agli intermediari di evidenziare al cliente la differente onerosità dei diversi prodotti, tutti adeguati al suo profilo, lasciando però aperta la possibilità che gli operatori, attraverso il servizio di*

consulenza, indirizzino il cliente verso la scelta migliore, tenendo in considerazione tutti i parametri utili” e non solo quello del “costo”. Per la valutazione della complessità degli elementi e non solo di quello del costo si è espressa anche l’ANIA.

ASSOGESTIONI “condivide pienamente... l’indicazione rivolta agli intermediari” al punto 3.4 del Documento: “una volta effettuata (positivamente) la valutazione di adeguatezza secondo i criteri individuati dalla MiFID, costituisce espressione imprescindibile del dovere di agire nel migliore interesse del cliente l’esigenza che l’intermediario - nell’ambito dei prodotti fungibili (in termini di medesimo profilo rischio-rendimento) presenti nel suo portafoglio (e, per ipotesi, tutti adeguati alle caratteristiche del cliente) - raccomandi quello meno costoso”.

FIBA CISL nel condividere lo spirito anche sul punto del Documento di consultazione suggerisce “di estendere a tutti [i prodotti illiquidi]... le disposizioni contenute nell’art. 85 comma 3 della delibera CONSOB 16190/2007 riguardante le polizze finanziarie assicurative. Ci riferiamo in particolare all’obbligo dell’intermediario di raccogliere, trasferire su supporto duraturo e consegnare in copia al cliente, la specificazione delle richieste e delle esigenze del cliente investitore e le ragioni su cui si fonda la consulenza per lo specifico prodotto”.

ITALIAN CFA SOCIETY ha osservato che “data la complessità degli strumenti, riteniamo che possano sussistere difficoltà oggettive nella determinazione di prodotti succedanei che possiedano esattamente le medesime caratteristiche in termini di profilo rischio-rendimento per il cliente. In tali casi, il confronto sulla onerosità dei prodotti, pur essendo un fattore da tenere in considerazione nell’espressione del consiglio, non si può configurare come un fattore vincolante della raccomandazione”.

Valutazioni

Si conviene con l’affermazione secondo cui gli elementi essenziali atti ad integrare la prestazione del servizio di consulenza sono quelli di una raccomandazione personalizzata in merito ad uno strumento finanziario presentata al cliente come adatta.

Tuttavia quelli menzionati sono i tratti tipologici e costitutivi della *fattispecie*, della nozione del servizio. Sul piano della *disciplina*, nel caso di raccomandazioni aventi ad oggetto prodotti illiquidi, si ritiene che la declinazione del principio di cura del miglior interesse del cliente faccia discendere degli oneri di condotta specifici in capo all’intermediario.

In particolare, in considerazione dell’opacità del rischio di liquidità e delle sue potenziali conseguenze per il cliente, l’intermediario/consulente dovrà farsi carico della valutazione di tali parametri.

Fra gli effetti dell’illiquidità è senz’altro da annoverare l’incremento dei costi in sede di smobilizzo, che può assumere un peso determinante per la scelta dell’investimento pur rimanendo difficilmente percepibile in via diretta dal cliente.

Da qui l'indicazione contenuta nel Documento circa l'importanza di valorizzare il profilo dell'onerosità, prima che raccomandazioni della specie siano formulate perché considerate come adatte per la clientela.

Peraltro, è possibile convenire sul rischio di interpretazioni rigide del concetto di "ottimalità" ed è quindi utile emendare sul punto il Documento.

Parimenti, fermo restando la necessità per l'intermediario di tener conto del fattore onerosità nell'espressione del consiglio (penultimo capoverso del par. 3.4 del documento di consultazione), si ritiene, in accoglimento di talune osservazioni pervenute, di chiarire la portata non esclusiva di tale fattore di valutazione emendando il Documento.

* * *

3.5 L'eventuale iniziativa di un cliente volta all'acquisto di specifici prodotti finanziari potrà essere messa in relazione a prodotti diversi oggetto di consulenza dell'intermediario solo nel caso che questi sia in grado, a mezzo delle procedure aziendali di cui si è dotato, di svolgere un effettivo confronto, nell'interesse del cliente, fra le soluzioni di investimento in discorso (quella del cliente e l'alternativa raccomandata), in modo da indirizzarlo verso il prodotto più adatto.

3.6 La valutazione di adeguatezza (art. 40 del Reg. 16190/2007) conseguente alla prestazione del servizio di consulenza avente ad oggetto queste tipologie di prodotti dovrà parimenti essere condotta con particolare cura, in relazione sia alla profilatura dei clienti sia alla mappatura dei prodotti.

3.7 In aggiunta alle variabili afferenti alle caratteristiche della clientela in termini di esperienza e conoscenza, da valutarsi con le cautele esposte per il caso dell'appropriatezza, dovrà essere particolarmente attento il presidio degli aspetti concernenti gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria dei clienti.

3.8 Per tali ulteriori aspetti, il processo di valutazione dell'adeguatezza dovrà essere, per quanto possibile, di tipo "multivariato", prevedendo il confronto di più variabili afferenti, da un lato, alle caratteristiche del cliente e, dall'altro, a quelle del prodotto, piuttosto che limitarsi ad un mero raffronto di un indice sintetico di rischio del prodotto con il profilo di rischio, altrettanto sintetico, assegnato al cliente.

In particolare, al fine di giudicare l'adeguatezza di un'operazione, con riguardo alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento, occorrerà valutare separatamente le conseguenze delle diverse tipologie di rischio determinate dall'eventuale assunzione della posizione: rischio di credito, rischio di mercato e rischio di liquidità.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

"Estremamente esigente e... ultroneo rispetto alla MiFID" è apparsa (ASSIOM; in termini analoghi Studio legale CLIFFORD CHANCE) la richiesta di un processo di valutazione dell'adeguatezza "multivariato". Un osservatore rileva come tale approccio non sarebbe richiesto "neppure dalla disciplina nazionale ed internazionale a presidio della stabilità delle banche".

Al riguardo, ASSORETI ha ritenuto che l'approccio del Documento di consultazione

sia logicamente giustificabile solo dinnanzi ad una valutazione di adeguatezza condotta “isolatamente” sul singolo prodotto (o meglio sulla singola operazione) e non quando la valutazione di adeguatezza fosse impostata e condotta “per portafoglio”:

“l’analisi di adeguatezza all’intero portafoglio finanziario del cliente si fonderebbe su un approccio sensatamente sintetico, non conciliabile con l’analisi sezionale prevista nel Documento in esame”. L’Associazione, quindi *“auspica.. che ... [si] possa confermare che tale analisi sezionale debba riguardare il caso in cui il prodotto illiquido sia considerato isolatamente e non anche quello in cui lo stesso costituisca parte di un portafoglio complesso valutato dall’intermediario nella sua unitarietà”*.

FIBA CISL rappresenta invece piena condivisione per il percorso segnalato dal Documento di consultazione che va nel senso di indicare *“comportamenti virtuosi non solo nella forma ma anche nella sostanza della reale tutela del cliente”*.

Valutazioni

La disciplina comunitaria e nazionale richiede agli intermediari di valutare l’adeguatezza delle operazioni disposte dalla clientela in relazione ai *“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.”*

Né la normativa comunitaria, né quella nazionale chiariscono esplicitamente i criteri logici (sintetico vs. articolato) da seguire nella concreta valutazione di adeguatezza delle operazioni disposte dai clienti.

Nel documento di consultazione si è inteso richiamare l’attenzione in presenza di titoli caratterizzati da elementi di illiquidità, sulla necessità di tener autonomamente conto di tale aspetto rispetto all’*holding period* dichiarato dal cliente.

In caso contrario, con l’adozione di un approccio sintetico, nel quale il parametro “orizzonte temporale” del cliente semplicemente concorre alla definizione del complessivo profilo dell’investitore, si determinano effetti di “compensazione” degli obiettivi di investimento che impediscono, in ultima analisi, l’effettiva valorizzazione del rischio di liquidità del titolo.

Le indicazioni del documento non impediscono un approccio “per portafoglio” alla valutazione di adeguatezza. L’adozione di procedure di valutazione dell’adeguatezza basate su tale prospettiva appare in grado di garantire l’efficienza del consiglio fornito; tale impostazione offre anche un’opportunità per l’intermediario che per tale via potrà consigliare al cliente operazioni che tengano conto della necessaria diversificazione degli investimenti.

Nel caso dovrà garantirsi che il portafoglio nel suo complesso e *pro quota* rispetti gli obiettivi di investimento del cliente, ed in particolare i relativi orizzonti temporali.

Quindi, nell'approccio per portafoglio, per dare effettivo contenuto alla valutazione di adeguatezza, con specifico riferimento al profilo dell'*holding period*, occorrerà valorizzare le notizie acquisite dal cliente circa l'ideale ripartizione delle proprie risorse finanziarie nelle diverse fasce di orizzonte temporale.

* * *

3.9 In tale ambito occorrerà così porre particolare peso al “periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento” (cfr. art. 39, comma 4, Reg. 16190), come rilevato dall'intermediario nella ricognizione informativa sulle caratteristiche del medesimo.

Per le operazioni in questione, il parametro costituito dal holding period del cliente deve infatti assumere autonomo rilievo ai fini delle valutazioni di adeguatezza.

Esso andrà direttamente e specificamente rapportato alle caratteristiche di durata e liquidità dell'operazione consigliata al cliente, piuttosto che inglobato in maniera inevitabilmente approssimativa nel profilo sintetico del medesimo.

Dovranno così ritenersi inadeguate, e, come tali, mai oggetto di consulenza, le operazioni su strumenti illiquidi per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore alla durata “anagrafica” del prodotto.

Si sottolinea quindi l'importanza del corretto censimento delle caratteristiche dei clienti che deve essere svolto tenuto conto dei profili di complessità dei prodotti in esame.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato valutato (ABI) come non condivisibile “legare l'orizzonte temporale dell'investimento alla durata anagrafica del prodotto in via di principio, senza tenere conto delle singole strutture sottostanti i prodotti finanziari. L'orizzonte temporale potrà eventualmente essere allineato tenendo conto dell'up-front iniziale/commissioni di sottoscrizione, della probabilità che lo strumento quoti sotto la pari in un determinato periodo successivo all'emissione e degli eventuali costi di smobilizzo/spread bid ask/ commissioni di uscita; ovviamente ciascun intermediario potrà tener conto di tali fattori in ragione della complessità di ogni singolo prodotto e delle relative strutture di pay-out, ma senza il rigido vincolo proposto”.

Valutazioni

Nella sezione in esame è stata richiamata la necessità che il processo di valutazione dell'adeguatezza valorizzi l'*holding period* del cliente in relazione alla durata ed alla illiquidità del prodotto.

In particolare si è specificato l'autonomo rilievo che devono assumere queste variabili nel caso di prodotti illiquidi, richiedendo che l'orizzonte di investimento “*andrà direttamente e specificamente rapportato alle caratteristiche di durata e liquidità*”

dell'operazione consigliata al cliente, piuttosto che inglobato in maniera inevitabilmente approssimativa nel profilo sintetico del medesimo."

Successivamente, nel terzo sottoparagrafo, si è fornita una concreta declinazione secondo cui è inadeguato l'acquisto di prodotti illiquidi aventi durata residua superiore all'orizzonte temporale di investimento dichiarato dal cliente.

Al riguardo, non pare accoglibile l'eccezione presentata da ABI su tale ultima indicazione, in considerazione del fatto che le proposte dell'Associazione potrebbero condurre, in ultima analisi, ad accorpare variabili afferenti a diversi profili di cui nel Documento è espressamente richiesta una valutazione separata nella descritta ottica di multidimensionalità del processo (onerosità del prodotto, rischio di mercato, rischio di liquidità).

Peraltro si ritiene che l'indicazione fornita nel Documento circa la necessaria continenza dell'*holding period* rispetto alla durata anagrafica del prodotto, possa essere mitigata qualora l'intermediario si doti di un processo di valutazione di adeguatezza che consenta, in sede di raffronto fra queste due variabili (durata anagrafica del prodotto e orizzonte temporale di investimento del cliente), di considerare il diverso grado di illiquidità dei prodotti, misurato ad esempio dall'ampiezza degli *spread* denaro-lettera.

Pertanto si emenda in tal senso il capoverso in esame.

* * *

3.10 *Nella mappatura dei prodotti dovrà altresì tenersi in considerazione il livello dei costi di struttura (upfront). Infatti, per costruzione, tali oneri determinano una immediata ed inevitabile riduzione del prezzo dello strumento rispetto a quello di collocamento, fin dal momento immediatamente successivo all'emissione; tale circostanza andrà attentamente valutata nella fase di definizione del livello di rischio di mercato del prodotto, anche se effettuata mediante metodologie di Value at Risk.*

Osservazioni di Associazioni ed interessati

E' stato proposto (ABI) "*anche al fine di raggiungere una maggiore comprensibilità per il cliente*", di richiedere all'intermediario "*di esplicitare l'impatto dell'up front sul prezzo del mercato secondario del prodotto, piuttosto che di modificare i criteri di calcolo dell'indicatore di rischio (onere assai più gravoso). La best practice consolidata nel settore riferisce al calcolo del VaR come ad un indicatore il cui scopo è valutare il rischio finanziario (credito, mercato, quant'altro) del prodotto oggetto dell'investimento, inteso come variazione di valore del prodotto in scenari avversi, dato un intervallo di confidenza. Trattandosi di rischio, tale misura si concentra solo sulla valutazione delle variabili aleatorie e non su elementi certi*".

Valutazioni

Il rischio di un investimento deriva dalla variabilità dei rendimenti possibili.

Le *best practices* per la valutazione del rischio di mercato dei prodotti finanziari adottano misure di VAR che tuttavia prendono solitamente in considerazione quale base di calcolo il prezzo teorico del prodotto, al netto dei costi di struttura e collocamento, piuttosto che il reale prezzo di emissione pagato dal cliente.

In tal modo è del tutto ignorata nel profilo di rischio del prodotto la valutazione di questa componente, vieppiù certa, di perdita di valore.

Una misura di “valore a rischio” basata sul prezzo teorico è fuorviante se fornita in sede di emissione, in particolare di obbligazioni strutturate, poiché fornirebbe una sottostima del rischio di perdita in capo al primo acquirente del prodotto.

Si ritiene quindi che la riduzione di valore di un investimento, sin dall’istante immediatamente successivo alla sua emissione, determinata dai costi di struttura debba necessariamente essere considerata nel calcolo del rischio di un prodotto illiquido, in quanto costituisce una contrazione del rendimento atteso.

Sarà cura degli intermediari definire accorgimenti che possano garantire alla clientela una valutazione di adeguatezza che tenga conto in maniera più precisa dell’effettivo grado di rischio del prodotto anche in sede di emissione.

In proposito ed a mero titolo esemplificativo, in considerazione della natura non aleatoria della riduzione di valore conseguente ai costi di struttura, la distribuzione di probabilità delle perdite potrà essere traslata per correggere l’indicatore di VAR, rendendolo coerente con il maggior rischio dello strumento rispetto all’ipotesi di assenza di costi di struttura.

* * *

3.11 Nel caso di contratti derivati OTC espressamente distribuiti con finalità di copertura, gli intermediari si doteranno di procedure idonee a valutare l’adeguatezza dell’operazione raccomandata con riguardo alle reali necessità di hedging dei clienti ed a suggerire i prodotti più idonei sotto il profilo dell’efficacia e dell’efficienza, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative. Dopo la conclusione del contratto, le procedure aziendali devono consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell’operazione, l’evoluzione delle posizioni coperte e di copertura. In tal modo l’intermediario sarà nelle condizioni di poter segnalare al cliente l’eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all’impostazione originaria dell’operazione.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

Si è letto (ABI) nel par. 3.11 del Documento di consultazione, relativo ai derivati OTC di copertura, *“un obbligo di consulenza da esercitare illimitatamente nel tempo, che non appare in linea con quanto previsto dalla normativa comunitaria di livello 1 e 2”*. Un osservatore parla di *“approccio alla consulenza di tipo impositivo, ossia una consulenza esercitata nel tempo, che prosegue oltre il momento della sua prestazione esercitata al momento dell’esecuzione dell’operazione”*. In via analoga ASSOSIM suggerisce di *“delimitare tale consulenza alla sola fase di stipula del contratto stesso. Non appare infatti legittimo e motivato, sotto il profilo normativo, estendere tale obbligo di consulenza alla fase successiva alla stipula del contratto (salvo quanto al riguardo liberamente pattuito dall’intermediario con il cliente)”*. Nello stesso senso si esprime lo Studio legale ALLEN & OVERY: *“la consulenza sembra potersi atteggiare come un rapporto episodico che si conclude al momento della stipula del contratto derivato OTC”*, che ricorda come anche la CONSOB abbia chiarito (nel Documento di Esito delle consultazioni sul Nuovo Regolamento Intermediari) che *“rientra nella sfera di autonomia contrattuale dell’intermediario stabilire l’ampiezza”* del servizio di consulenza. Lo Studio legale CLIFFORD CHANCE ha osservato come il contenuto del par. 3.11 del Documento di consultazione si tradurrebbe in un obbligo aggiuntivo rispetto al quadro comunitario di riferimento: *“sono l’intermediario e il cliente a stabilire, d’accordo tra loro, il contenuto e la portata dell’attività consulenziale che dovrà essere fornita”*.

ASSIOM ritenendo *“in teoria corretta”* la previsione di cui al punto 3.11 del Documento di consultazione, ne ha segnalato *“difficoltà applicative”*, a fronte di possibili ritrosie della clientela a condividere con l’intermediario le necessarie informazioni. In termini analoghi si è espressa CREDEM.

ASSOFINANCE ha ritenuto *“quanto mai opportuno”* il richiamo di cui al punto 3.11 del Documento di consultazione.

Valutazioni

L’indicazione contenuta nel punto 3.11 circa il monitoraggio sulla perdurante capacità di copertura delle operazioni in derivati OTC poste in essere con la clientela non ha un ambito di applicazione generale.

Come esplicitamente evidenziato nello stesso Documento di consultazione, essa trova applicazione solo in presenza di uno stringente presupposto di fatto costituito dalla circostanza che l’intermediario, in fase di implementazione dell’operazione, esplicitamente si proponga al cliente come fornitore di strumenti di copertura per posizioni di rischio da quest’ultimo detenute.

Tale modalità operativa degli intermediari, peraltro verificata nell’attività di vigilanza con estrema frequenza, determina nel cliente - si rammenta di tipo *retail* - un affidamento sulla consulenza ricevuta in occasione della definizione dell’operazione, che, per struttura economica e giuridica, ha la configurazione di *“contratto di durata”*.

In questi casi si ritiene dunque necessario, in una ottica di correttezza, che l'intermediario ponga in essere, per la durata della copertura, verifiche della efficacia della medesima. Ciò al fine di proporre al cliente eventuali interventi di ristrutturazione che si rendessero necessari alla luce dei bisogni dal medesimo manifestati.

Quanto alla realizzabilità pratica del monitoraggio, si ritiene che l'intermediario possa definire contrattualmente con il cliente le informazioni di cui necessita per lo svolgimento dell'attività in discorso (ad es. notizie circa il rimborso di finanziamenti, smobilizzo delle posizioni a cui copertura il derivato è finalizzato...).

In tale sede potranno essere in particolare precisati gli oneri in capo al cliente di aggiornamento delle informazioni in merito alla dinamica delle poste coperte non altrimenti conoscibile dall'intermediario. Di tali circostanze tiene ora espressamente conto la versione finale del Documento ai fini della piena operabilità delle indicazioni ivi fornite.

* * *

Osservazioni di carattere generale

Secondo ASSOGESTIONI l'impostazione seguita dal Documento di consultazione in tema di verifica dell'appropriatezza e dell'adeguatezza risulta *“pienamente condivisibile in quanto consente di assicurare una tutela sostanziale della clientela, senza alcun aggravio disciplinare rispetto alle indicazioni rivenienti dalla MiFID”*.

ANIA, nel sottolineare come gli obblighi di valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza impongono agli operatori di basarsi *“su tutte le caratteristiche rilevanti del cliente e del prodotto, e non in via prioritaria su una di esse, né tantomeno su una di esse in via esclusiva”*, chiede di *“confermare che la liquidabilità del prodotto è uno degli elementi, senza alcun carattere di priorità, da tenere in considerazione nella valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza”*.

FIBA CISL ritiene *“utile l'inserimento di un punto 3.12 che rimarchi... l'impossibilità di ricevere, da parte dell'intermediario distributore di prodotti illiquidi per la cui attività sia prevista la retrocessione di commissioni da parte dell'emittente/società-prodotto, gli incentivi previsti dalle strategie distributive tipiche dei gruppi bancari nazionali qualora l'intermediario abbia deciso di non svolgere il servizio di consulenza nella fase post-collocamento”*.

Valutazioni

Le affermazioni di Assogestioni vanno a sostegno della visione adottata nel documento.

Quanto alle corrette osservazioni dell'ANIA, appare tuttavia ridondante specificare espressamente ed ulteriormente nel Documento che il profilo della liquidità è solo uno degli elementi da considerare nella valutazione di adeguatezza di operazioni aventi ad oggetto prodotti illiquidi.

La struttura della sezione 3 del Documento contiene infatti numerose indicazioni volte a sottolineare la natura multivariata del processo di valutazione di adeguatezza, che deve necessariamente tenere in conto un complesso *set* di variabili, fra le quali rientrano la liquidità del prodotto e l'*holding period* del cliente.

Quanto alla richiesta del Sindacato, essa non appare condivisibile per due ordini di ragioni.

In primo luogo la disciplina degli incentivi è stata approfondita in sede di pubblicazione degli esiti delle consultazioni sul Regolamento 16190 che conteneva "Prime linee di indirizzo in tema di *inducements*"; ulteriori indicazioni sulla materia costituirebbero una ripetizione di quanto già pubblicato in quanto non emergono peculiari declinazioni della disciplina in ragione della particolare fattispecie costituita da prodotti illiquidi.

Inoltre, quanto al merito della richiesta, si fa presente che la consulenza nella fase "post-collocamento" non è l'unico fattore che può giustificare la percezione di utilità provenienti da un soggetto terzo da parte del distributore. Nella citata sede (Esiti delle consultazioni sul Reg. 16190) sono state indicate altre modalità operative che se poste in essere dai "distributori" possono rendere ammissibile la percezione di incentivi.

* * *

AGGIORNAMENTI PROCEDURALI

Gli intermediari saranno tenuti ad aggiornare le proprie procedure al fine di adeguarsi ai principi ed ai criteri sopra delineati.

Osservazioni di Associazioni ed interessati

ASSIOM ha dichiarato l'aumento dei costi derivanti dalle nuove misure di livello 3 per aggiornare le procedure informatiche degli intermediari.

Valutazioni

Le modifiche alle procedure implicano il sostenimento di costi, con particolare riguardo all'aggiornamento dei *software* necessari all'automazione dei processi.

Peraltro, come già osservato sopra (cfr. par. 1.2.2 del presente documento), nel caso di specie, a fronte di questi costi, di importo limitato, si ritiene che esistano benefici di ben più rilevante consistenza in relazione al miglioramento della funzione allocativa del mercato finanziario.

Al riguardo si sottolinea che le misure specificate nel documento riguarderebbero una rilevante e crescente porzione del portafoglio finanziario dei risparmiatori al dettaglio. In particolare, il peso di polizze assicurative ed obbligazioni bancarie in rapporto alla ricchezza finanziaria delle famiglie si è portato dal 16% del 1997 a circa il 26% nel 2007.

Si soggiunge che la declinazione delle regole di condotta con riguardo a tali particolari fattispecie risulta inoltre di esteso valore anche per l'industria sotto il profilo della certezza delle regole in contesti specifici.

Peraltro l'uscita del Documento di consultazione nel corso del più generale rinnovamento dei sistemi operativi aziendali in ottica MiFID, si ritiene possa consentire un contenimento dei costi di implementazione grazie alle economie di scopo realizzabili.

Ciò posto, al fine di ulteriormente favorire l'ordinato svolgimento del processo di aggiornamento procedurale che dovrà essere svolto dagli intermediari, il Documento finale è emendato per evidenziare che le modifiche alle procedure aziendali dovranno avvenire nel più breve termine ragionevolmente necessario.

Infatti, si prende atto che la lettura dei criteri generali di condotta con riguardo alla distribuzione dei prodotti illiquidi, definita con il Documento di "livello 3", richiede agli operatori di adeguare conseguentemente i propri assetti procedurali.

Premesso che la ragionevolezza dei tempi potrà anche dipendere, in ossequio al principio di proporzionalità, dalle caratteristiche specifiche dell'operatività e dell'organizzazione di ciascun intermediario, il Documento segnala che nel processo di ravvicinato aggiornamento procedurale gli operatori potranno anche avvantaggiarsi delle indicazioni (coerenti con il Documento di livello 3) di ulteriore dettaglio fornite in materia dalle Associazioni di riferimento.