



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

Spettabile

CONSOB

Divisione Intermediari

Via Broletto, n. 7

20121 MILANO

Milano, 30 giugno 2008

Oggetto: Documento di consultazione su "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi".

La scrivente associazione ringrazia Codesta Spettabile Commissione per l'opportunità di esprimere le proprie osservazioni¹ in relazione alle misure di livello 3 di cui al documento in oggetto (il "Documento").

Al riguardo, si osserva quanto segue.

1. Appare a chi scrive che due siano i temi principali posti dal Documento: quello della trasparenza, e quello della formazione dell'intermediario. Il Documento appare poi affrontare ulteriori argomenti, quali ad esempio quello della remunerazione degli intermediari. Temi tutti senz'altro collegati ma, a sommosso avviso della scrivente, temi da mantenere, come si vedrà, per certi aspetti distinti ai fini di queste osservazioni.
2. **Trasparenza e formazione.** Appare alla scrivente che – per quanto impegnativo - occorra cercare di tracciare una linea di demarcazione tra trasparenza oggetto della prestazione del servizio di investimento e trasparenza (*disclosure*) sul prodotto.

¹ In linea con gli obiettivi di questa associazione, le considerazioni che seguono sono relative a certificati e obbligazioni strutturate, ed escludono i prodotti emessi da imprese di assicurazione.



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

Pur nella consapevolezza che i due concetti di trasparenza sono per certi aspetti collegati, si ritiene (in linea, peraltro, con l'architettura normativa comunitaria) che 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.

Non si ritiene quindi, già per questa ragione (ma si veda anche oltre) opportuno o necessario, né per certi aspetti legittimo, imporre ulteriori doveri di disclosure sulle caratteristiche intrinseche del prodotto "illiquido" rispetto a quelli imposti all'emittente in sede di redazione del prospetto. Inoltre, imporre tali doveri agli intermediari non appare coerente con il contenuto dell'informazione che essi hanno ad oggetto: sono gli emittenti, e non gli intermediari, i soggetti depositari della intima conoscenza del prodotto necessaria per la *disclosure* sulle caratteristiche intrinseche del prodotto.

Ciò posto, non appare, peraltro, convincente l'argomento secondo il quale, con riferimento ad uno strumento illiquido (sulla cui nozione, si veda più oltre sub 3.), il livello di trasparenza sulle caratteristiche intrinseche del prodotto (le componenti derivate, gli oneri *intrinseci*², etc) debba essere diverso (*recte* maggiore) di quello di uno strumento liquido. Il livello di trasparenza, e quindi di tutela per l'investitore con riferimento alla comprensione del prodotto di per sé non appare avere alcun motivo di differire tra strumenti liquidi e strumenti illiquidi, posto che per entrambi i tipi di prodotto ciò che conta è la descrizione dei profili di rischio e del possibile rendimento dello strumento. Senza dire che ogni distinzione al riguardo potrebbe implicare una valutazione di insufficienza della *disclosure* fornita con il prospetto relativamente agli strumenti liquidi (o presunti tali), incompatibile con le norme di rango comunitario.

Diverso, invece, per certi aspetti, il discorso per quel che concerne le circostanze *esterne* al prodotto, quali la possibile carenza di liquidità, o le componenti di costo relative allo *spread* denaro-lettera (coerentemente al disposto dell'articolo 31, comma 2, del c.d. "Regolamento intermediari"). A tale riguardo, la scrivente non può che convenire con Codesta Spettabile Commissione sulla circostanza che, nell'adempimento dei propri doveri per una corretta prestazione dei propri servizi, gli intermediari dovranno fornire tutte le informazioni necessarie per consentire all'investitore una scelta consapevole³.

² Quali, ad esempio, il mancato reinvestimento dei dividendi, le commissioni di calcolo, etc.

³ Si rimanda al successivo paragrafo 3. per delle osservazioni specifiche sul testo proposto da Codesta Spettabile Commissione.



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

Ciò posto in via preliminare, questa associazione peraltro ritiene che l'aspetto più critico della dicotomia tra trasparenza oggetto della prestazione del servizio da un lato, e *disclosure* sul prodotto dall'altro, risieda, in buona sostanza, nella effettiva conoscenza da parte degli intermediari delle caratteristiche di ciascun prodotto finanziario.

Ed invero, solo laddove l'intermediario abbia una sufficiente conoscenza di tutte le caratteristiche economiche del prodotto, esso potrà essere in grado di illustrarle al cliente e svolgere il proprio servizio con trasparenza. In mancanza di tale livello di conoscenza, pur in presenza di una *disclosure* completa sul prodotto (disponibile attraverso il prospetto), l'intermediario non potrà essere in condizione di fornire il servizio richiesto.

Al riguardo, è noto che gli intermediari potrebbero non disporre né della maggior parte delle informazioni che Codesta Spettabile Commissione 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. Tale circostanza, che appare alla scrivente di evidenza empirica, comporterebbe che – di fatto – gli intermediari si potrebbero rivolgere agli emittenti (come, di fatto, già si rivolgono in alcuni casi) per la fornitura di tali informazioni, e per la predisposizione della suggerita "scheda prodotto", imponendo agli emittenti il rispetto di un livello di *disclosure* ulteriore rispetto a quella (l'unica) per essi vincolante ai sensi della normativa sul prospetto.

Alla luce di quanto precede, imporre agli intermediari obblighi di *disclosure* sul prodotto quali strumenti per adempiere ai propri doveri di trasparenza nella prestazione del servizio risulta, ad avviso della scrivente, un esercizio tanto incompatibile con il sistema normativo-regolamentare, quanto poco efficace, per tre ordini di ragioni:

- (a) in primo luogo, perché la *disclosure* sul prodotto, come già osservato, compete *in primis* all'emittente, e va ritenuta completa una volta che siano soddisfatti i requisiti sui contenuti del prospetto informativo;
- (b) in secondo luogo, perché l'intermediario che abbia ricevuto dall'emittente e trasmesso al cliente le informazioni indicate nel Documento (senza una effettiva comprensione del prodotto) non potrà, solo per questo, ritenere di aver svolto correttamente il proprio servizio;
- (c) in terzo luogo, perché potrebbe così emergere una responsabilità dell'emittente (per le informazioni fornite) in un contesto (la prestazione del servizio) al quale l'emittente è e deve rimanere estraneo.



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

Ciò posto, la scrivente ritiene che sarebbe molto più coerente con il quadro normativo comunitario e con le conoscenze specifiche degli attori coinvolti, un sistema che preveda la formazione dell'intermediario come perno centrale di raccordo tra la *disclosure* sul prodotto e la prestazione del servizio. In particolare:

- (i) per quanto riguarda le informazioni sulle caratteristiche *intrinseche* dei prodotti, i relativi obblighi dovrebbero rimanere in capo agli emittenti, gli unici soggetti in grado di poter conoscere e rappresentare correttamente rischi e caratteristiche dei medesimi. Al contempo, dovrebbero predisporre strumenti per la formazione (continua) degli intermediari, volti a facilitare la comprensione dei prodotti da parte degli intermediari medesimi (inclusi, naturalmente, gli "addetti alla clientela"), ai fini di un consapevole e corretto espletamento dei servizi di investimento. La scrivente associazione, e con essa i propri associati, sono a disposizione per discutere forme e tempi ragionevoli della formazione ed per fornire, in proposito, il proprio contributo;
- (ii) 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. Anche a tale riguardo, si reputa opportuno prevedere strumenti di formazione per gli intermediari, e la scrivente ribadisce, in proposito, la disponibilità propria e di ognuno dei propri associati.

La circostanza, più volte correttamente evidenziata nel Documento, della possibile coincidenza tra intermediario ed emittente potrà senz'altro facilitare, di fatto, i flussi formativi e informativi tra i due soggetti, ma non appare in grado di invalidare tutte le considerazioni sopra esposte né di rendere meno efficace la proposta operativa appena tratteggiata.

In proposito, preme osservare che la previsione di particolari cautele in capo all'emittente/intermediario per quanto riguarda la fase di ingegnerizzazione dei prodotti, appare costituire un ulteriore sconfinamento oltre il perimetro della disciplina dell'intermediazione.

Posto quanto precede come considerazioni di carattere generale, si forniscono di seguito alcune osservazioni specifiche sul testo sottoposto a consultazione.



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

3. **Osservazioni al testo.** Con riferimento alle proposte misure di "livello 3", si formulano le seguenti osservazioni. La numerazione si riferisce a quella del Documento.

In via preliminare, preme osservare che la posizione di Codesta Spettabile Commissione, espressa nel Documento, appare isolata nel panorama europeo. Tale circostanza determina che, nella denegata ipotesi che le linee guida contenute nel Documento venissero confermate, esse da un lato si porrebbero in aperto contrasto con gli obiettivi di uniformità cui le misure di "livello 3" sono istituzionalmente deputate, e dall'altro arrecherebbero pregiudizio al mercato e agli operatori italiani (determinando, tra l'altro, situazioni di sfavore concorrenziale per gli intermediari nazionali⁴).

La scrivente riterrebbe inoltre opportuno che Codesta Spettabile Commissione chiarisse 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" oggetto del Documento. Considerata la particolare natura degli strumenti oggetto del documento di consultazione, ed in particolare l'evidenza che si tratta nella maggior parte dei casi di prodotti finanziari diffusi presso un numero limitato di investitori per lo più privati, per misure atte a garantire la formazione di un mercato efficiente e regolare si intende l'esistenza di entrambi i requisiti di seguito indicati: (a) la presenza di 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.

Premesse. La scrivente condivide appieno l'esortazione alla cura nelle valutazioni di compatibilità degli strumenti con i bisogni della clientela, e – nei limiti tratteggiati sub 2. – la richiesta di implementare processi aziendali idonei a consentire le necessarie valutazioni. La scrivente condivide inoltre l'enfasi posta, a tale riguardo, relativamente alle circostanze in cui l'intermediario distribuisce prodotti di propria emissione.

La scrivente prende atto dell'esortazione agli intermediari alla costruzione di meccanismi di incentivo e remunerazione non incompatibili con la miglior cura

⁴ Posto che, ad esempio, tali misure non si appaiono applicabili agli intermediari operanti in regime di libera prestazione di servizi.



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

dell'interesse del cliente. Questo tema e', evidentemente, parte di un ampio ed estremamente attuale dibattito sulla remunerazione degli operatori finanziari in generale a livello globale, che la recente crisi finanziaria ha posto all'immediata attenzione degli operatori medesimi. La complessità della materia non ne consente un'adeguata trattazione in questa sede.

1. Misure di trasparenza

1.1. Si rinvia alle considerazioni svolte sub 2.; si ribadisce tanto la contrarietà ad imporre all'intermediario obblighi di *disclosure* sulle caratteristiche *intrinseche* del prodotto, quanto la condivisione per un innalzamento dei presidi per quel che riguarda la trasparenza sulle circostanze *esterne* al prodotto.

12.-1.4 Appare alla scrivente che procedere all'*unbundling* dello strumento al fine di definirne il *fair value* presenti numerose criticità.

In particolare, 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. Conseguenza naturale di tale evidente circostanza 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). Emittente che, inoltre, rimane anche esposto all'evoluzione negativa delle variabili di mercato in quanto, come e' noto, di norma l'intermediario non sottoscrive a fermo.

1.5 Il punto è pienamente condiviso.

1.6 Appare problematica l'indicazione della componente di costo costituita dallo spread denaro lettera per "*valori medi*"; più agevole risulterebbe una indicazione per "*valori medi percentuali*". Non appare del tutto chiaro il riferimento alle "*informazioni sulle modalità di indicizzazione dei rendimenti eventualmente presenti nel prodotto commercializzato*".

Per le stesse ragioni indicate ai precedenti 1.2 – 1.4, l'individuazione di un *fair price* per gli OTC appare estremamente problematica, nozione quindi, anch'essa da rigettare. In conferente appare inoltre il riferimento al *mark-up* rispetto a tale *fair price*, essendo tale *mark-up* null'altro che il valore del rischio determinato



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

dall'emittente, secondo i propri parametri, nell'esercizio della propria discrezione, espressione quest'ultima della libertà di iniziativa economica.

1.8 I confronti con prodotti succedanei di larga diffusione, implicando ampi margini di discrezionalità, introducono, da un lato, un profilo consulenziale nella prestazione del servizio e, dall'altro, possono esporre a critiche di natura strumentale. Per tali ragioni la scrivente non ritiene opportuna tale previsione.

1.9. In linea con quanto illustrato sub 2., la scrivente è del tutto contraria a questa previsione, che impone agli intermediari obblighi di pertinenza dell'emittente, per i quali, peraltro, l'intermediario si può trovare esso stesso in posizione di asimmetria informativa.

1.11. Si vedano le considerazioni svolte in precedenza per quanto concerne il *fair value*. Condivisibile, per converso, il riferimento al presumibile valore di realizzo.

2. Presidi di correttezza

2.1-2.3 Si rinvia alle considerazioni svolte ai punti 1.2-1.4.

2.4. Il riferimento alla giustificazione al cliente dei "*mark up*" in ragione di "fondato e comprovate motivazioni economiche" appare francamente eccessivo, e potenzialmente in contrasto con i più radicati principi di libertà di iniziativa economica. Ad avviso della scrivente, i costi devono essere illustrati in maniera completa e trasparente, ma non possono e non devono essere regolati.

2.6. – 2.7 La scrivente ritiene 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. [Per analoghe ragioni, risulta parimenti improbabile che gli intermediari acquistino prodotti di terzi.]

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

3.2 Le linee guida proposte appaiono alla scrivente eccessivamente restrittive.

Il principio secondo il quale "*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 i profili di rischio sottesi ai prodotti in esame*" appare frutto della contestata impostazione secondo la quale la *disclosure* sui prodotti "illiquidi" sarebbe implicitamente incompleta. Come già osservato, i profili di rischio intrinseci al



ASSOCIAZIONE
I T A L I A N A
C E R T I F I C A T I E
P R O D O T T I D I
I N V E S T I M E N T O

prodotto devono considerarsi oggetto di una disclosure completa per mezzo del prospetto; l'intermediario dovrà illustrare i rischi aggiuntivi 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 appare l'indicazione secondo la quale "*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*". Ed invero, appare alla scrivente che, 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.

Nel ringraziare nuovamente per l'opportunità offerta, si rimane a disposizione per ogni ulteriore informazione o chiarimento.

In fede,

ACEPI

Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento