

LIVELLO 3 – REGOLAMENTO INTERMEDIARI

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

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

26 maggio 2008

Le osservazioni al presente documento dovranno pervenire entro il 30 giugno 2008 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Intermediari

Via Broletto, n. 7

20121 MILANO

oppure all'indirizzo di posta elettronica: consob@consob.it

I commenti pervenuti saranno resi pubblici, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

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 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.

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 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

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 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).

*I recenti
sviluppi*

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 *fundings* 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.

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 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.*”

*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, 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.

*...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 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.

*L’esigenza di
una*

La piena efficacia del processo di omogeneizzazione delle regole di condotta per il distributore delle diverse tipologie di prodotti finanziari presuppone peraltro

*convergenza
sostanziale*

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 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.

*Le linee di
"livello 3"*

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.

*Cautele nella
politica
commerciale*

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.

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.

*In particolare:
gli incentivi*

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.

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.

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 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*).

Disclosure dei costi e del fair value

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.

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.

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.

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.

Esempi

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.

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).

Confronti

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.

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).

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

Rendicontazione

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.

2. Presidi di correttezza

Il prezzo fair

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.

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.

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 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.

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.

*Ricerca di
termini di
riferimento
esterni*

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.

3. Graduatoria dell'offerta e tutela del cliente; 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, 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.

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".

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.

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.

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.

Adeguatezza

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.

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.

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*.

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.

AGGIORNAMENTI PROCEDURALI

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