



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 1 luglio 2008

Spett.le
CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto n. 7
20121 Milano

Prot. n. 447/08
Anticipata a mezzo posta elettronica

Livello 3 – Regolamento Intermediari – Osservazioni al documento di consultazione sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.

Nel rispondere all'invito di codesta rispettabile Autorità a formulare osservazioni sul documento di consultazione in oggetto, la Assogestioni intende anzitutto ringraziare per l'opportunità offerta.

Si esprime altresì vivo apprezzamento non solo per le finalità sottese al documento in consultazione ma anche e, soprattutto, per il contenuto delle misure in esso individuate. Si tratta, infatti, di misure più volte auspiccate da questa Associazione al fine di realizzare una effettiva parificazione del regime di regolamentazione di prodotti succedanei.

In particolare le regole individuate nel documento in oggetto danno effettiva concretezza all'obbligo dell'intermediario di agire secondo correttezza e trasparenza nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. Esse si presentano inoltre 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.

Ferma la generale valutazione molto positiva del contenuto del documento e delle scelte ad esso sottese, questa Associazione intende formulare, di seguito, talune



specifiche considerazioni sui profili ritenuti di maggiore rilievo per l'industria del risparmio gestito.

1. Ambito di applicazione

Il documento di consultazione prevede l'applicazione delle misure in esame alla distribuzione di "prodotti illiquidi" considerando tali - a titolo esemplificativo ma non esaustivo - *"le obbligazioni bancarie, le polizze assicurative e i derivati negoziati OTC"* nonché *"gli 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"*.

Al riguardo, nel condividere l'ambito di applicazione oggettivo impresso alla fattispecie da codesta rispettabile Commissione, Assogestioni 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.

2. Cautele nella politica commerciale

Si condivide l'invito rivolto agli intermediari a porre particolare attenzione in sede di definizione delle *"modalità di remunerazione di dipendenti, collaboratori e promotori in relazione alle differenti tipologie di prodotti offerti, nonché agli obiettivi di budget ed ai correlati premi fissati per la rete di vendita"*, a condizione che tale invito non si traduca in una interferenza con la sfera di autonomia degli intermediari nella definizione delle politiche di prezzo. Esso pare dunque doversi interpretare 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 influenzate dalla struttura delle remunerazioni stabilita dall'intermediario.

3. Misure di trasparenza

Si concorda con la proposta avanzata da codesta rispettabile Autorità 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.

Circa la necessità di rappresentare *ex ante* il *fair value* dello strumento nell'istante immediatamente successivo alla transazione si 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* dal successivo paragrafo 1.11. Si chiede, pertanto, di integrare in tal senso il paragrafo 1.4 del documento di consultazione.

4. Presidî di correttezza

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. In tal senso si muoveva già la proposta - formulata da questa Associazione in sede di consultazione sulla bozza di Nuovo Regolamento Intermediari - di introdurre nell'articolato una disposizione contenente "*misure dirette a favorire la liquidità dell'investimento del cliente*".

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 da parte degli intermediari e di fornire alla clientela valutazioni più oggettive.

Ad avviso di questa Associazione i presidî di correttezza in esame dovrebbero peraltro valere non solo nei confronti degli *“intermediari che intendono operare ponendosi in contropartita diretta dei clienti per eseguire le disposizioni, nonché con emissioni di propri prodotti venduti direttamente alla clientela”* ma anche nei confronti degli intermediari che prestano servizi di ricezione e trasmissione di ordini e di collocamento di prodotti di terzi, così da arginare possibili elusioni della disciplina in esame.

5. Verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti

Il documento di consultazione sottolinea più volte l'importanza - nel processo di valutazione di appropriatezza e adeguatezza - del corretto censimento delle caratteristiche dei clienti che deve essere svolto tenuto conto delle peculiari caratteristiche dei prodotti illiquidi, in specie se caratterizzati da profili di complessità.

Così, le operazioni in *“strumenti finanziari 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”* dovranno considerarsi inappropriate in relazione a *“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”*. Allo stesso modo, dovranno ritenersi inadeguate *“le operazioni su strumenti illiquidi per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore alla durata “anagrafica” del prodotto.*

Tale impostazione risulta, a giudizio di questa Associazione, pienamente condivisibile in quanto consente di assicurare una tutela sostanziale della clientela, senza alcun aggravio disciplinare rispetto alle indicazioni rivenienti dalla MiFID.

6. Valutazione dell'ottimalità del prodotto illiquido

Si condivide pienamente, infine, l'indicazione rivolta agli intermediari di *“dotarsi di procedure che consentano agli addetti alla relazione con la clientela l'effettiva valutazione dell'ottimalità del prodotto illiquido in relazione ai bisogni dei clienti”*.



E invero, 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.

° ° °

Per le ragioni sopra esposte, si ritiene che il documento di consultazione in esame affronti in modo corretto e completo problemi cruciali per l'efficiente funzionamento del mercato finanziario italiano e per la definizione di adeguati e appropriati rapporti con i risparmiatori.

Nel restare a disposizione per ogni chiarimento, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale