

**“RACCOLTA BANCARIA A MEZZO DI OBBLIGAZIONI,
PROSPETTO E REGOLE DI CONDOTTA”**

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

13 luglio 2011

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 12 agosto 2011 al seguente indirizzo:

CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto, 7
00121 Milano

oppure *on-line* per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno**

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *email*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

1. PREMESSA

Il funding delle banche e la prestazione di servizi di investimento

Il ruolo delle banche nella prospettiva del mercato finanziario è essenziale e centrale nel contribuire alla migliore allocazione delle risorse mobilizzate dai risparmiatori verso le forme di impiego più efficienti e “meritevoli”.

La raccolta bancaria, quando effettuata a mezzo di prodotti finanziari, è sottoposta ai criteri di condotta dettati per i servizi di investimento, ai sensi di quanto disposto dall’art. 25 – *bis* del TUF introdotto dalla Legge sul risparmio n. 262/2005.

Il Tavolo sul funding e sui servizi di investimento

La CONSOB ha avviato sulla materia un Tavolo di confronto con le principali associazioni dell’industria finanziaria e dei risparmiatori avente ad oggetto il *funding* delle banche mediante emissione e distribuzione di obbligazioni agli investitori c.d. *retail*, al fine di elaborare soluzioni in grado di fornire agli operatori maggiore certezza nella lettura del quadro normativo vigente, minimizzando i relativi costi di applicazione e mantenendo inalterati i livelli di tutela sostanziale da accordare agli investitori. I lavori hanno beneficiato di precedenti confronti sul tema condotti con la Banca d’Italia.

Le questioni che in seno al Tavolo hanno trovato prioritaria attenzione sono risultate in particolare:

- la disciplina di trasparenza (e le prassi di vigilanza) per **l’offerta al pubblico** delle obbligazioni bancarie (disciplina del prospetto), anche in rapporto ad altre esperienze comunitarie;
- le modalità di distribuzione delle obbligazioni bancarie di diretta emissione, con riguardo anche alla **prestazione del servizio di consulenza** ed alla connessa **valutazione di adeguatezza**.

In tale prospettiva, la presente Comunicazione approfondisce, sulla scorta degli esiti dei lavori del menzionato Tavolo di confronto, la tematica connessa all’emissione ed alla distribuzione agli investitori *retail* di *bond* bancari “semplici”, di possibile rilevanza sia nella disciplina dell’offerta al pubblico (trasparenza informativa da prospetto) sia come oggetto dei servizi d’investimento¹.

In particolare, nel prosieguo, dopo un’illustrazione del contesto economico e giuridico in cui ci si è mossi, sono illustrate:

- le caratteristiche che l’obbligazione bancaria deve possedere per poter essere considerata “semplice”;
- le conseguenze in termini di proporzionata applicazione delle relative regole in tema di offerta al pubblico e servizi di investimento.

2. IL CONTESTO ECONOMICO

Il rilievo delle obbligazioni bancarie nell’attività di funding

L’emissione di obbligazioni costituisce per le banche italiane uno dei principali strumenti di *funding*: al 31 dicembre 2010 lo *stock* di obbligazioni in essere costituiva circa il 21% del passivo aggregato delle banche.

¹ Il presente intervento si iscrive in una tendenza diffusa a livello internazionale volta alla migliore lettura dell’applicazione delle regole in relazione alle connotazioni dei prodotti offerti alla clientela, al fine di incentivare la distribuzione di prodotti semplici (o “a contrario” a disincentivare l’offerta di prodotti particolarmente complessi) a clientela *retail*. Si segnalano al riguardo la Comunicazione CONSOB 9019104/2009 in materia di prodotti illiquidi e successivamente il *Discussion Paper* dell’Autorità britannica FSA 11/1 “Product Intervention”, la posizione dell’Autorità francese AMF del 15 ottobre 2010 sulla commercializzazione degli strumenti finanziari complessi, l’“investor alert” dell’Autorità statunitense SEC del 2 giugno 2011 su prodotti strutturati con protezione del capitale, l’*Executive order* n. 345 dell’aprile 2011 dell’Autorità danese sul “risk labelling” dei prodotti di investimento.

In un confronto con gli altri Paesi UE, le banche italiane presentano il più alto rapporto fra obbligazioni e raccolta totale² (40% circa) e il più alto rapporto fra obbligazioni e depositi da clientela dopo le banche tedesche (che peraltro denotano una specificità operativa costituita dall'assoluta rilevanza delle emissioni di *covered bond* classate ad investitori istituzionali).

Parimenti con un'incidenza superiore rispetto a quella registrata in altri Paesi, le banche nel mercato nazionale si rivolgono in prevalenza al segmento di domanda *retail* per il classamento delle proprie obbligazioni.

Dai dati pubblicati dalla Banca d'Italia risulta che l'incidenza della raccolta obbligazionaria presso clientela al dettaglio è pari a circa il 63%³.

Inoltre, nel recente periodo di tensione finanziaria (luglio 2007 – giugno 2009), in base alle informazioni in possesso della CONSOB sui prospetti, è emerso che il *funding* a mezzo di obbligazioni da parte delle banche è avvenuto per circa l'80% presso la clientela *retail* a causa dell'inaridimento del mercato interbancario.

Infatti, nel mercato nazionale risulta particolarmente significativo per gli investitori al dettaglio l'investimento diretto in obbligazioni bancarie, delle proprie disponibilità finanziarie, senza forme di delega a soggetti professionali.

A conferma di tali dati, risulta che dal 1995 al 2009 il peso delle obbligazioni bancarie sulle attività finanziarie complessivamente detenute dalle famiglie è passato dal 2% all'11% (da 36,5 a 384,4 euro/mld), nettamente superiore rispetto a quello rilevato negli altri principali paesi industrializzati (1-2%).

Tale effetto, allo stato, è anche riconducibile a differenze di tassazione, per le quali, il ricorso allo strumento obbligazionario quale momento di raccolta del risparmio, incontra un "incentivo" per lo stesso cliente nel più favorevole trattamento fiscale rispetto al deposito bancario (aliquota al 12,5% vs. aliquota al 27% sugli interessi maturati).

Il *funding* obbligazionario presso la clientela *retail* consente d'altro canto alle banche una stabilizzazione delle fonti di raccolta, grazie alla durata medio/lunga degli strumenti classati, nonché costi di provvista più contenuti rispetto al mercato istituzionale, come rilevato anche in analisi empiriche condotte

² Costituita da depositi, interbancario ed obbligazioni.

³ Secondo la definizione adottata dalla Banca d'Italia la clientela al dettaglio è costituita dalla "clientela ordinaria (ossia diversa da istituzioni finanziarie monetarie e altre società finanziarie) e da soggetti diversi da banche e fondi monetari dell'area dell'euro".

dalla CONSOB che segnalano un maggior rendimento di 90-100 bp offerto agli investitori istituzionali⁴.

3. IL CONTESTO GIURIDICO

3.1 Servizi di investimento

Estensione delle regole sui servizi di investimento al funding obbligazionario

La legge n. 262 del 28 dicembre 2005, c.d. “*legge sul risparmio*”, ha espressamente esteso le **regole di condotta** relative alla prestazione dei servizi di investimento all’attività di distribuzione diretta da parte delle banche di prodotti finanziari di propria emissione (art. 25-*bis* del TUF).

In particolare, l’art. 25-*bis* del TUF ha reso immediatamente ed esplicitamente applicabile alla distribuzione di obbligazioni bancarie anche sul mercato primario gli artt. 21 (*Criteri generali*) e 23 (*Contratti*) dello stesso TUF e ha attribuito alla CONSOB i poteri di vigilanza finalizzati alla “*trasparenza e correttezza dei comportamenti*” (art. 5 TUF).

In materia la CONSOB ha esercitato i poteri di vigilanza regolamentare di cui all’art. 6, commi 2 e 2-*bis* del TUF con l’emanazione del Regolamento Intermediari (n. 16190/2007: artt. 83 e ss.), che ha previsto l’applicazione della disciplina di derivazione MiFID sui servizi di investimento anche alla sottoscrizione ed al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche.

L’approccio italiano è oggi confermato dall’interpretazione della Commissione europea contenuta nel documento di consultazione sulla *review* della MiFID, pubblicato nel dicembre 2010, che suggerisce di esplicitare l’applicabilità delle regole MiFID alla distribuzione di prodotti bancari anche in sede di emissione⁵.

Le regole applicabili

Dunque, alla distribuzione di prodotti finanziari bancari anche effettuate dallo stesso emittente si applicano tutte le norme, di declinazione dei principi di “*know your customer*” e di “*know your products*”, oltre che di *disclosure*, dettate per i servizi di investimento dal menzionato Regolamento CONSOB 16190/2007.

Così, sono possibili le graduazioni previste dalla disciplina in ragione delle modalità di relazione con la clientela e del tipo di

⁴ Cfr. Quaderno di Finanza CONSOB, n. 67/2010, “*Le Obbligazioni emesse da banche italiane: le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori*”, R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano.

⁵ In particolare a pag. 53 del menzionato documento può leggersi “*the Commission services consider that it would be necessary to specify that MiFID also applies to investment firms and credit institutions selling their own Securities*”

prodotto offerto: nel caso di iniziativa del cliente su prodotti non complessi⁶ potrà essere adottato il regime dell'*execution only* mentre in presenza di prodotti complessi dovrà applicarsi la disciplina dell'appropriatezza/adequatezza. In particolare, se l'intermediario raccomanda un prodotto (consulenza)⁷, anche semplice, come adatto al cliente, dovranno applicarsi le più pregnanti tutele previste dalla valutazione di adeguatezza dell'operazione.

Alla distribuzione di obbligazioni bancarie caratterizzate da profili di rischio di liquidità si applicano le letture fornite dalla CONSOB con la Comunicazione 9019104/2009 recante "*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*". In essa, raccomandati accentuati presidi di trasparenza, sono indicate agli intermediari specifiche cautele da adottare al fine di garantire un corretto e ricostruibile *pricing* dei prodotti illiquidi trattati ed è formulato un espresso richiamo affinché le procedure di valutazione di adeguatezza siano tali da intercettare autonomamente il rischio di illiquidità del titolo da porsi in relazione di compatibilità con l'*holding period* manifestato dal cliente.

L'attività di *funding* delle banche posta in essere senza l'emissione di prodotti finanziari (a mezzo ad esempio di depositi a risparmio) è assoggettata alla disciplina del Testo Unico Bancario e, a livello secondario, alla regolamentazione emanata dalla Banca d'Italia focalizzata sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e sulle procedure organizzative volte a conseguire la correttezza dei comportamenti delle banche, mentre è esclusa dall'ambito di operatività del TUF e della disciplina CONSOB⁸.

⁶ La MiFID (art. 19.6) - e quindi la disciplina nazionale di recepimento (art. 43, del Reg. CONSOB n. 16190/2007) – individua gli strumenti finanziari non complessi in:

- Azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato (o in un mercato equivalente di un paese terzo);
- Strumenti del mercato monetario;
- Obbligazioni o altri titoli di credito escluse le obbligazioni che incorporano uno strumento derivato;
- OICVM;
- Altri strumenti finanziari non complessi (art. 38, della “direttiva di livello 2 – dir. n. 2006/73/CE).

⁷ Si rammenta al riguardo l'ampia nozione recata della disciplina comunitaria (cfr. art. 52 della Direttiva 73/2006) secondo cui “una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona, o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona”.

⁸ Infatti secondo l'art. 1, comma 1, lettera u), “non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari”.

3.2 Prospetto

Il prospetto per le obbligazioni bancarie

La citata legge n. 262/2005, superando l'esenzione di cui alla previgente lett. f), dell'art. 100, comma 1, del TUF, ha anche sottoposto alla disciplina del **prospetto** le offerte al pubblico aventi ad oggetto i prodotti finanziari emessi da banche.

Con riguardo al contenuto della disciplina, gli schemi di prospetto definiti dalla cornice comunitaria sono di armonizzazione massima (dir. n. 2003/71/CE; Reg. n. 809/2004/CE).

Così, ai sensi dell'art. 94, comma 3, del TUF, *“il prospetto per l'offerta di strumenti finanziari comunitari è redatto in conformità agli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia”*.

Ai sensi dell'art. 94, comma 2, del TUF *“il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti”*⁹.

Il prospetto non è peraltro – per disciplina comunitaria - a consegna obbligatoria.

Il ruolo della CONSOB

Come per ogni “approvazione di prospetto”, anche nel caso di prodotti finanziari emessi da banche, la CONSOB *“verifica la completezza del prospetto nonché la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite”* (art. 94-bis, del TUF). Il prospetto ha finalità quindi di trasparenza sull'emittente e sulle caratteristiche del prodotto. **L'intervento di approvazione dell'Autorità non implica un giudizio di “merito” sulla bontà (efficienza) del prodotto offerto e tanto meno di idoneità dello stesso rispetto alle esigenze dell'investitore (o, ancor più, di ogni investitore)**. In tal senso depone anche la ristrettezza dei termini istruttori riconosciuti – per normativa comunitaria – all'Istituto.

L'ambito di applicazione

La Direttiva 2003/71/CE si applica alle offerte di prodotti finanziari, anche se emessi da banche. Peraltro, l'art. 1 esclude dal proprio ambito di applicazione le emissioni di strumenti finanziari *non-equity* emesse in modo continuo e ripetuto da istituti di credito quando il controvalore annuo dell'offerta sia

⁹ Le informazioni relative all'Emittente sono, quindi, rappresentate in un'apposita sezione del prospetto nella quale sono riportate, tra l'altro, una descrizione dell'emittente unitamente ai fattori di rischio che possono influire sulla valutazione della solvibilità ed alle principali informazioni finanziarie nonché gli esiti dell'attività di revisione contabile.

inferiore a 50 milioni di euro. A tal fine gli strumenti finanziari devono possedere le seguenti caratteristiche:

- a. **non siano subordinati**, convertibili e scambiabili;
- b. non diano diritto alla sottoscrizione o all'acquisto di altri strumenti e **non siano collegati ad un derivato**.

L'ordinamento comunitario ha pertanto individuato una categoria di prodotti in ordine ai quali non ha ravvisato, in presenza di un "limitato ammontare annuo distribuito", un *need of protection* tale da richiedere l'assunzione da parte dell'emittente dei costi di predisposizione di un prospetto.

A fronte di tale disposizione, la CONSOB ha comunque ritenuto (art. 34-ter del Regolamento Emittenti), di sottoporre le banche, anche in tali casi, all'obbligo di redigere un prospetto seppure secondo uno schema *semplificato* di cui all'allegato 1M al medesimo regolamento.

La fattispecie è stata oggetto, nell'ambito del processo di revisione della Direttiva Prospetti culminato nell'adozione della Direttiva 2010/73/CE, di due innovazioni:

(a) da un lato l'importo del controvalore annuo è stato innalzato a 75 milioni di euro;

(b) dall'altro, è previsto che a "livello 2", per tale tipologia di strumenti, venga definito uno **schema semplificato di prospetto** destinato a coloro che, pur potendo – in base alle scelte del legislatore domestico – non redigere il prospetto, scelgano comunque di farlo per poter beneficiare del passaporto europeo. Il relativo mandato è già stato conferito dalla Commissione Europea all'ESMA e i lavori sul tema sono in fase di avvio.

La menzionata Direttiva 2010/73/CE è in fase di recepimento nel nostro ordinamento da parte della CONSOB con prospettate modifiche al Regolamento Emittenti, per le quali si è chiusa da poco la pubblica consultazione. Allo stato, si sono sottoposte alle osservazioni del mercato modifiche riguardanti esclusivamente l'aggiornamento della soglia rilevante (da 50 a 75 milioni €), mantenendosi l'obbligo di redigere un prospetto semplificato, secondo l'immodificato Allegato 1M.

Il nuovo approccio comunitario in tema di prospetto

Sempre con riferimento al contenuto dei prospetti la medesima Direttiva 2010/73/CE ha inoltre assegnato alle norme di livello 2 la definizione delle informazioni chiave da inserire nella nota di sintesi, facendo al riguardo espresso riferimento ai lavori attualmente in corso sui PRIPs¹⁰. I lavori comunitari in materia di

¹⁰ Per PRIPs si intendono i "Pre-Packaged retail investment products".

PRIPs considerano il KIID dei fondi comuni armonizzati un modello da seguire e da estendere, ove possibile, agli altri prodotti preassemblati¹¹. In particolare, da ultimo, il documento di consultazione pubblicato dai servizi della Commissione UE in data 26 novembre 2010 ha confermato l'intenzione del legislatore comunitario di realizzare un contesto normativo orizzontale e fortemente armonizzato per la *disclosure* sintetica relativa ai prodotti di investimento destinati alla clientela *retail*¹², sulla base del KIID definito in materia di fondi come *benchmark*.

4. OBBLIGAZIONI SEMPLICI E PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ

L'obbligazione semplice

Nel tratteggiare i confini della categoria delle obbligazioni semplici, avendo riguardo al contenuto della disciplina (prospetto e servizi di investimento) la cui applicazione si mira a meglio proporzionare¹³, è essenziale fare riferimento a criteri certi *ex ante*, riconoscibili da emittenti, intermediari, investitori, e quindi basati essenzialmente su criteri di “struttura” del prodotto. Il che è in particolare vero ai fini della disciplina di trasparenza informativa (prospetto) che ha riguardo alla comprensibilità delle informazioni da fornire al cliente e si muove su criteri necessariamente “preventivi”, mentre per le regole di condotta sono le procedure dell'intermediario che, nel continuo, orientano la mappatura dei prodotti in relazione alle esigenze dei clienti.

In questa prospettiva, si possono individuare come “**obbligazioni bancarie semplici**” quei titoli di debito¹⁴:

- emessi in Euro, senza clausole di subordinazione, da banche dell'Unione Europea sottoposte a forme di vigilanza prudenziale volte a salvaguardarne la stabilità; sono fatte salve eccezionali circostanze, specifiche e note (rilevate, ad esempio, da rendimenti nettamente superiori ai tassi di riferimento), connesse al rischio Paese (come

¹¹ Come noto il KIID dei fondi, oggetto del recente documento di consultazione pubblicato dalla CONSOB per la modifica del Regolamento Emittenti in recepimento della Direttiva c.d. UCITS IV, non contempla l'approccio degli scenari probabilistici ma un approccio c.d. “what if...”.

¹² “*Horizontal outcomes are to be sought, building on two clear benchmarks: For rules on pre-contractual disclosures, the 'key investor information' document, or KIID, as developed for UCITS. This was tested on investors themselves, and is a harmonised and standardised document, normally no more than 2 paged in length, that includes, amongst other things, a standardised risk rating. For rules on sales, relevant parts of MiFID*”.

¹³ Il contenuto della disciplina individua, infatti, gli effetti e l'“utilità” della definizione, ossia chiarisce a che cosa la definizione serve.

¹⁴ Il carattere di semplicità può evidentemente ritrovarsi anche in altre tipologie di prodotti, quali, ad esempio, Titoli di Stato e quote di OICR armonizzati, ove ricorrano analoghi connotati rispetto a quelli previsti per le obbligazioni bancarie semplici.

nel caso di procedure di “salvataggio” dell’FMI o di altre istituzioni sovranazionali) o al rischio emittente;

- caratterizzati da elementi di facile comprensibilità, garantita dal rimborso del capitale a scadenza, dall’assenza di qualsiasi collegamento con strumenti finanziari derivati e da una struttura cedolare riconducibile ad una delle seguenti tipologie:
 - a tasso fisso (anche nella forma *zero coupon*);
 - ad indicizzazione elementare ai tassi di interesse di riferimento (ad es. *Euribor*);
- con elevata liquidità/liquidabilità, in grado di consentire al cliente un pronto smobilizzo a condizioni di prezzo significative¹⁵, anche mediante misure - previste nelle linee guida interassociative del luglio 2009 volte alla specificazione operativa delle indicazioni della Comunicazione CONSOB 9019104/2009 in materia di prodotti illiquidi - quali:
 - negoziazione su un mercato regolamentato¹⁶, un MTF o un Internalizzatore Sistemático aventi idonei requisiti;
 - impegno al riacquisto degli strumenti da parte dell’emittente o dell’intermediario¹⁷ con criteri e meccanismi di *pricing* prefissati¹⁸;
 - adozione, da parte dell’intermediario distributore o che opera in contropartita

¹⁵ Anche avuto riguardo ai costi di strutturazione e distribuzione sopportati dal cliente.

¹⁶ Si rammenta in proposito che nelle richiamate linee guida è evidenziato come “*uno strumento finanziario assume, in via presuntiva, il connotato di liquidità qualora negoziato*” in mercati regolamentati e MTF che strutturalmente possono garantire l’espressione di una pluralità di interessi.

¹⁷ In proposito si evidenzia come un elevato grado di liquidità non transita necessariamente dal riacquisto e dalla detenzione da parte della banca di soglie rilevanti delle emissioni (ed eccedenti eventuali previsioni della vigilanza prudenziale); infatti la liquidità può essere raggiunta, sulla base dell’esperienza storica delle richieste di smobilizzo della propria clientela, con quote di riacquisto contenute e con successive rivendite ad altri clienti.

¹⁸ La significatività delle condizioni del prezzo di riacquisto, necessaria per aversi “titolo liquido”, non è da intendersi come impegno da parte dell’intermediario a “sterilizzare” il rischio di credito dell’emittente durante la vita dell’obbligazione e a cristallizzarlo al momento dell’emissione, garantendo un prezzo (od uno *spread*) uguale a quello della fase di collocamento. E’ infatti richiesto che il prezzo di riacquisto sia determinato con criteri coerenti a quelli applicati al momento dell’emissione. In proposito si richiama quanto precisato nella menzionata Comunicazione 9019104 sui prodotti illiquidi secondo cui “*Gli intermediari che si rendono eventualmente disponibili al riacquisto, utilizzano criteri di pricing coerenti con quelli adottati in sede di classamento*”.

diretta, di regole interne formalizzate per la negoziazione degli strumenti¹⁹.

- con limitata durata anagrafica, non superiore comunque a 5 anni.

Le obbligazioni semplici risultano dunque un sottoinsieme - caratterizzato da massima semplicità di struttura, contenuta durata ed elevata liquidità - della categoria degli strumenti finanziari non complessi di derivazione MiFID.

Resta fermo che la riconduzione di un titolo di debito bancario nella categoria delle obbligazioni semplici non può e non deve in alcun modo essere interpretata come una valutazione circa la portata dei rischi finanziari connessi all'investimento nello strumento.

*Il principio di
proporzionalità
nella disciplina
del prospetto*

A livello applicativo, in omaggio al menzionato principio di proporzionalità, le individuate caratteristiche dell'obbligazione semplice possono essere ritenute tali da:

1. avuto riguardo alla disciplina sulla documentazione d'offerta, favorire significativamente la comprensibilità per i clienti, con la conseguente possibilità di una maggiore standardizzazione e semplificazione delle informazioni da fornire nel **prospetto** richieste dagli schemi di prospetto comunitari e conseguente abbreviamento dei tempi delle relative istruttorie da parte della CONSOB; in particolare, non sono richieste informazioni sugli scenari probabilistici di rendimento, il cui inserimento è raccomandato soltanto in presenza di prodotti a particolare complessità²⁰.

In quest'ottica nel rispetto del *framework* comunitario e delle finalità proprie del prospetto informativo, possono essere individuati:

¹⁹ Gli impegni al riacquisto o l'adozione di regole interne formalizzate per la negoziazione delle proprie emissioni possono determinare effetti sui profili di rischio (di liquidità, di tasso, ecc.) degli intermediari, che dovranno essere attentamente valutati e gestiti dai medesimi anche per le eventuali implicazioni prudenziali di competenza della Banca d'Italia.

²⁰ In tale categoria, che si pone ad un livello di sofisticazione massimo ed opposto rispetto alla categoria delle obbligazioni bancarie semplici, rientrano prodotti con strutture diverse da quelle semplici e da quelle *step up* e *step down*, a tasso misto (fisso-variabile), *callable*, con *cap* e *floor*. In ragione della complessità dei *pay-off*, i prodotti a maggiore sofisticazione rientrano nella definizione di prodotti a struttura complessa di cui alla citata Comunicazione CONSOB 9019104/2009 in materia di prodotti illiquidi (e alle linee guida interassociative), per i quali, anche in fase di distribuzione è raccomandata una trasparenza "innalzata", anche facendo uso degli scenari di rendimento.

- a) criteri generali di redazione volti a snellire la struttura dei prospetti relativi alle obbligazioni bancarie semplici e ad evitare ridondanze informative che potrebbero trovare sistemazione in linee guida (format) predisposte dalle Associazioni e sottoposte a presa d'atto da parte della Commissione;
- b) prime ipotesi operative per rendere più rapido l'iter istruttorio da parte della CONSOB, con possibili modifiche di "processo" – attualmente in fase di avanzato approfondimento – anche attraverso implementazioni informatiche;
- c) ulteriore semplificazione, rispetto alla vigente disciplina nazionale, dei contenuti dei prospetti informativi relativi ad **obbligazioni bancarie semplici con ridotto ammontare emesso annuo**; infatti, come sopra anticipato (cfr. *supra* par. "Il contesto giuridico"), la normativa comunitaria esclude dall'ambito di applicazione della direttiva le emissioni di strumenti finanziari *non-equity*, non strutturate e non subordinate, emesse in modo continuo e ripetuto da istituti di credito quando il controvalore annuo dell'offerta sia inferiore a 75 milioni di euro (50 nella direttiva previgente). Tale previsione è attualmente trasposta nel nostro ordinamento dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti, ora in fase di revisione, prevedendo che in tali casi gli emittenti debbano comunque redigere un prospetto secondo lo schema di cui all'allegato 1M al medesimo regolamento. Per le obbligazioni semplici e nel rispetto delle condizioni comunitarie, la Commissione proporrà a breve, in consultazione, una revisione dell'allegato 1M del Regolamento Emittenti sulla base dell'esperienza del KIID per i fondi comuni in una logica di profonda semplificazione, comunque garantendo un'informativa adeguata ai risparmiatori per la comparazione delle alternative di investimento. In particolare, potranno concentrarsi in poche pagine le informazioni essenziali sul prodotto, già per struttura "semplice", in maniera da agevolare gli adempimenti degli emittenti bancari di piccole dimensioni.

*Il principio di
proporzionalità
nella disciplina sui
servizi di
investimento*

- 2. con riguardo alla disciplina sui servizi di investimento, agevolare il superamento del filtro di **appropriatezza/adeguatezza**, da applicarsi per norma su

ogni operazione (salvo i casi di mera esecuzione)²¹, in quanto lo strumento obbligazionario viene reso, per costruzione, *di fatto* più facilmente adatto ad un'ampia schiera di clienti in ragione delle individuate connotazioni di assoluta "semplicità".

Infatti, il filtro delle procedure di adeguatezza/appropriatezza, necessario per verificare la compatibilità fra connotazioni del cliente e del prodotto, sarà, di norma, fattualmente superato dai prodotti semplici, in ragione delle loro intrinseche caratteristiche sopra individuate (struttura elementare immediatamente comprensibile, durata contenuta e massima liquidabilità).

Le sopra esposte considerazioni non esimono naturalmente l'intermediario distributore dalla responsabilità di condurre le valutazioni di adeguatezza/appropriatezza delle operazioni secondo le procedure adottate, che devono tenere conto delle caratteristiche specifiche del cliente oltreché di quelle del prodotto.

Le procedure interne degli intermediari, nel fare riferimento al **rischio di concentrazione**, tenuto conto delle caratteristiche delle obbligazioni semplici, possono considerare soluzioni operative volte ad identificare dimensioni minime dei portafogli al di sotto delle quali la diversificazione di portafoglio può risultare effettivamente non conveniente per il cliente.

In particolare, per portafogli inferiori ad un limite compreso fra Euro 30.000 ed Euro 50.000, le procedure dell'intermediario potrebbero, in caso di obbligazioni semplici, ritenere eventualmente adeguate esposizioni rilevanti nei confronti di uno stesso emittente (anche sino al 100%, a seconda delle specifiche caratteristiche del cliente e del prodotto).

²¹ Si rammenta infatti che nella logica della MiFID la definizione di strumento finanziario non complesso serve esclusivamente a circoscrivere (in combinazione con ulteriori condizioni) il novero dei rigorosi casi nei quali l'intermediario può agire in regime di c.d. *execution only*, ossia non applicare il regime di appropriatezza (vale a dire valutare la coerenza dello strumento rispetto alla conoscenza ed alla esperienza del cliente), richiesto nel caso di prestazione di servizi esecutivi. La non complessità del prodotto non può esimere invece l'intermediario, secondo le fonti comunitarie, dal valutarne l'adeguatezza (anche al profilo di rischio del cliente), quando presta i servizi di gestione di portafogli o di consulenza (raccomandazione personalizzata su di un determinato prodotto). Non complessità è quindi nella MiFID una caratteristica posta in relazione alla "conoscenza ed esperienza" del cliente, alla comprensibilità del prodotto, non al suo profilo di rischio di credito.