

LINEE GUIDA VALIDATE DALLA CONSOB – 5 AGOSTO 2009

Linee Guida interassociative per l'applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi

Con comunicato pubblicato sul proprio sito Internet la CONSOB ha reso noto di aver validato il 5 agosto 2009, in esito alla procedura pubblicata il 2 maggio 2008¹, le Linee Guida interassociative volte a supportare gli intermediari nella certa e pronta declinazione della propria Comunicazione n. 9019104 del marzo 2009, la quale disciplina “Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”.

Le Linee Guida sono state elaborate da ABI, ASSOSIM e FEDERCASSE con la finalità di individuare soluzioni tecniche che rappresentino un *safe harbour* in termini di certezza applicativa da parte degli intermediari, nel rispetto della loro autonomia decisionale nel definire modelli di business ed assetti organizzativi.

Obiettivo della presente circolare è diffondere il contenuto di tali Linee Guida validate dalla CONSOB.

Allegati:

1. *Linee Guida interassociative per l'applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi*
2. *Comunicazione CONSOB n. 9019104 del marzo 2009 “Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi”*

¹ Policy per la validazione delle Linee-guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari.

**Linee guida interassociative
per l'applicazione delle misure Consob
di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi**

5 agosto 2009

INDICE

Premessa	4
Contesto normativo di riferimento	4
Introduzione alle Linee Guida	6
Capitolo 1 - Criteri per l'individuazione dei prodotti finanziari liquidi	7
1.1 Grado di liquidità degli strumenti finanziari	
1.1.1 Mercati regolamentati e MTF	
1.1.2 Internalizzatore sistematico	
1.1.3 Regole interne per la negoziazione	
1.1.4 Impegno al riacquisto	
1.2 Grado di liquidità delle polizze assicurative a contenuto finanziario	
1.2.1 Pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento	
1.2.2 Meccanismo di fair valuation	
Capitolo 2 - Regole di appropriatezza e adeguatezza degli investimenti	19
Capitolo 3 - Regole di monitoraggio dei derivati OTC	22
3.1 Aspetti generali	
3.2 Indicazioni operative sul monitoraggio	
3.2.1 Copertura specifica	
3.2.2 Copertura aggregata / copertura di transazioni future	
3.3 Interventi	
Capitolo 4 - Regole organizzative sul pricing	26
4.1 Introduzione	
4.2 Contenuto della policy	
4.3 Metodologie	
4.4 Mark-up	
4.5 Monitoraggio	
4.6 Aggiornamento e revisione	
4.7 Controlli	
4.8 Obblighi e responsabilità	
4.8.1 Strumenti finanziari emessi, collocati o distribuiti dall'intermediario	
4.8.2 Strumenti finanziari non emessi, non collocati e non distribuiti dall'intermediario	

Capitolo 5 – Set informativo minimo

33

- 5.1 Trasparenza ex-ante: funzione e forma del set informativo
- 5.2 Contenuto del set informativo
 - 5.2.1 Mercato primario
 - 5.2.2 Mercato secondario
- 5.3 Set informativo ex-ante dei titoli di debito, covered warrants e certificates
 - 5.3.1 Premessa
 - 5.3.2 Set informativo titoli di debito, covered warrants e certificates
- 5.4 Set informativo ex-ante dei derivati OTC
 - 5.4.1 Premessa
 - 5.4.2 Informazioni generali sul prodotto
 - 5.4.3 Informazioni specifiche sull'operazione e disclosure sul pricing
- 5.5 Trasparenza ex-post - rendicontazione periodica
 - 5.5.1 Premessa
 - 5.5.2 Frequenza
 - 5.5.3 Contenuti
 - 5.5.4 Modalità di applicazione delle misure di trasparenza nell'ambito delle operazioni pregresse con la clientela al dettaglio

Capitolo 6 – Tempistica per aggiornamenti procedurali

44

Premessa

Il presente documento illustra indicazioni utili all'implementazione operativa della Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009 (di seguito Comunicazione) in coerenza con la Policy CONSOB del 2 maggio 2008 sulla validazione delle Linee Guida associative e con il contenuto della lettera del 6 marzo u.s., con la quale la CONSOB si è resa disponibile al confronto con le Associazioni di riferimento per la validazione di Linee Guida adatte a supportare gli intermediari nella certa e pronta declinazione della Comunicazione.

Il documento è stato redatto dalle associazioni di categoria (ABI, Federcasse, Assosim, di seguito le Associazioni) con la finalità di individuare soluzioni tecniche che rappresentino un *safe harbour* in termini di certezza applicativa da parte degli intermediari, nel rispetto della loro autonomia decisionale nel definire modelli di business ed assetti organizzativi.

Contesto normativo di riferimento

Il contesto normativo nel quale si collocano le Linee Guida è costituito dalla disciplina primaria e secondaria di recepimento della MiFID alla luce degli orientamenti interpretativi di dettaglio forniti dalla CONSOB (Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009) con riferimento alla distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti finanziari per i quali sussistono difficoltà di smobilizzo a condizioni significative.

L'iniziativa della CONSOB è motivata dal contesto di significativa asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra intermediario e cliente al dettaglio, avente ad oggetto prodotti illiquidi, e si declina nella individuazione di criteri di trasparenza e correttezza specifici per questa fattispecie, in applicazione dei doveri che gli intermediari osservano nella prestazione di servizi di investimento.

Coerentemente con lo spirito dettato dalla nuova disciplina (MiFID), anche nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi gli intermediari assumono la veste di prestatori di servizi e non già di meri venditori di prodotti, atteso il rapporto di durata con la clientela che ha come base il contratto per la prestazione dei servizi di investimento. In tale ottica, i presidi di correttezza e di trasparenza indicati nella Comunicazione sono finalizzati a colmare il *gap* informativo fra intermediario e cliente, indirizzando gli operatori a condotte concrete volte a tutelare al meglio gli interessi dell'investitore.

In altri termini, orientando l'intera macchina aziendale al rispetto della normativa e, di conseguenza, apprestando presidi di *compliance* ai doveri di comportamento di validità generale, le indicazioni dettate dalla CONSOB nella Comunicazione rappresentano indirizzi di comportamento specifici per il caso in cui gli intermediari operino con clientela al dettaglio distribuendo, nell'ambito dei servizi di seguito definiti, prodotti con caratteristiche di scarsa liquidità.

Il ruolo centrale che l'intermediario assume nel rapporto con il cliente giustifica presidi comportamentali specifici per i prodotti con caratteristiche di scarsa liquidità. Da quanto emerge dalla Comunicazione, le misure ivi previste incidono, peraltro con intensità diversa, sulle seguenti attività e servizi:

- a) la vendita in sede di emissione di strumenti e prodotti finanziari, vale a dire, la distribuzione di prodotti bancari di propria emissione, il collocamento di prodotti emessi da altri soggetti (ivi compresi quelli appartenenti al medesimo gruppo) nonché la distribuzione di prodotti assicurativo-finanziari;
- b) la negoziazione per conto proprio;
- c) l'esecuzione di ordini per conto dei clienti e la ricezione e trasmissione di ordini;
- d) il servizio di consulenza in materia di investimenti, anche in abbinamento ai servizi ed attività sopra indicati.

Più in particolare, la disciplina e le letture fornite in tema di *pricing* degli strumenti finanziari si atteggianno secondo modalità ben distinte e differenziate: in via diretta, in caso di distribuzione curata dall'emittente o dal negoziatore per conto proprio; in via indiretta, e come valutazione del *pricing* altrui, in caso di prestazione del servizio di collocamento di strumenti emessi da altri soggetti, di esecuzione di ordini o di ricezione e trasmissione ordini, secondo i meccanismi ed i criteri previsti nella strategia di esecuzione e in quella di trasmissione degli ordini (*execution* e *transmission policy*). Ciò comporta che, nella predisposizione delle strategie di trasmissione, gli intermediari che prestano il servizio di ricezione e trasmissione ordini verificheranno, in conformità e nei limiti di quanto previsto nei par. 4.8.1 e 4.8.2 del presente documento, che le regole organizzative adottate dai negoziatori cui trasmettono gli ordini siano idonee a garantire il rispetto del principio di *best execution*.

Analogamente, incidono con intensità diversa, a seconda delle attività e servizi forniti ai clienti, anche le misure di trasparenza oggetto della Comunicazione. Per quanto attiene, in particolare, ai servizi di esecuzione di ordini e di ricezione e trasmissione ordini, le raccomandazioni in tema di trasparenza *ex ante* devono intendersi in via affievolita e secondo modalità che normalmente presuppongono la valorizzazione delle informazioni di dettaglio sul titolo nella misura in cui sono messe a disposizione dall'emittente, dal collocatore, dal negoziatore in conto proprio o dalla sede di esecuzione di riferimento.

I prodotti oggetto della Comunicazione sono identificati dalla CONSOB come quelli che *"determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in*

*vendita*¹, anche avuto riguardo all'aspetto della convenienza economica della transazione alla luce dei costi in cui può incorrere l'investitore².

La liquidità/illiquidità di un prodotto finanziario è da considerarsi come una connotazione di fatto, più che una caratteristica da collegarsi ad un mero stato di diritto. Conseguentemente, è la sussistenza – ed il relativo grado – di determinate condizioni che connota il grado di liquidità di un prodotto.

Introduzione alle Linee Guida

La corretta implementazione delle Linee Guida presuppone che, nel definire la propria politica commerciale³, gli intermediari abbiano cura di valutare la compatibilità dei singoli strumenti inseriti nel catalogo prodotti, avuto riguardo alla loro complessiva morfologia, con le caratteristiche ed i bisogni della clientela cui si intende offrirli.

In particolare i processi e le politiche aziendali degli intermediari dovranno consentire, già in astratto, lo svolgimento di valutazioni circa le esigenze finanziarie che i prodotti offerti dovranno soddisfare, nonché orientare la costruzione di meccanismi di incentivo della struttura aziendale secondo criteri non contrastanti con il perseguimento del migliore interesse del cliente.

Per quanto concerne la struttura e i contenuti delle Linee Guida, si precisa che esse illustrano:

- a) nel capitolo primo le caratteristiche e le condizioni che incidono sulla valutazione di liquidità degli strumenti e dei prodotti finanziari, che l'intermediario è tenuto a verificare nel tempo, in considerazione del carattere potenzialmente dinamico della connotazione di liquidità/illiquidità di un prodotto;
- b) nel capitolo secondo, i criteri da adottare nelle valutazioni di appropriatezza e/o adeguatezza;
- c) nel capitolo terzo, le regole di monitoraggio in caso di derivati OTC con finalità di copertura;
- d) nel capitolo quarto, le regole organizzative sul *pricing*;
- e) nel capitolo quinto, i presidi di trasparenza informativa *ex ante* ed *ex post*;
- f) nel capitolo sesto, la tempistica per gli aggiornamenti procedurali.

¹ Cfr. Comunicazione, "L'ambito di applicazione delle linee di livello 3", pg. 4 secondo capoverso.

² Cfr. Comunicazione pg. 4, e nota 8 del documento "Esiti della consultazione".

³ Cfr. Comunicazione pg. 5.

Capitolo 1 - Criteri per l'individuazione dei prodotti finanziari liquidi

Le Linee Guida hanno ad oggetto le seguenti tipologie di strumenti e prodotti finanziari, a maggiore diffusione e connotati da caratteristiche di potenziale illiquidità:

Macro-famiglie prodotti finanziari	Tipologie prodotti
Titoli di debito	Obbligazioni <i>senior</i>
	Obbligazioni subordinate
	Altri titoli di debito
Strumenti finanziari derivati	Derivati OTC ⁴
	<i>Covered Warrant</i>
	<i>Certificates</i>
	Altri strumenti derivati
Prodotti assicurativi a contenuto finanziario	Ramo III
	Ramo V

La liquidità/illiquidità di uno strumento o prodotto finanziario, in quanto caratteristica di fatto, soggetta a cambiamenti nel tempo, richiede agli intermediari un attento monitoraggio.

Al riguardo, gli intermediari stabiliscono la periodicità – almeno annuale – in base alla quale verificare lo stato di liquidità/illiquidità degli strumenti e dei prodotti finanziari distribuiti alla clientela al dettaglio. Resta inteso che ogni qualvolta si verificano fatti o circostanze, che alterino in maniera significativa le caratteristiche di liquidità di uno strumento o prodotto finanziario, gli intermediari dovranno aggiornare tempestivamente la classificazione del prodotto stesso.

Di seguito si riportano i criteri e i requisiti in base ai quali misurare il livello di effettiva liquidità di tali strumenti o prodotti.

⁴ Ad esclusione delle operazioni a termine su divise, in quanto non rientranti tra gli strumenti finanziari.

1.1 Grado di liquidità degli strumenti finanziari

Come emerso negli esiti alla consultazione della Comunicazione, la condizione di liquidità/illiquidità è una connotazione di fatto più che una connotazione da collegarsi ad uno stato di diritto.

Ciò posto, gli strumenti finanziari sono da considerarsi liquidi, quando sussistono condizioni di smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a prezzi significativi. In particolare, possono assicurare un elevato grado di liquidità le seguenti condizioni, peraltro non esaustive:

- lo strumento finanziario è negoziato su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) avente le caratteristiche indicate nel paragrafo 1.1.1;
- lo strumento finanziario è negoziato da un internalizzatore sistematico avente le caratteristiche indicate al paragrafo 1.1.2;
- l'intermediario che distribuisce lo strumento finanziario o opera in contropartita diretta assicura la condizione di liquidità adottando regole interne formalizzate per la negoziazione aventi le caratteristiche indicate al paragrafo 1.1.3;
- l'intermediario che distribuisce lo strumento finanziario o opera in contropartita diretta garantisce il riacquisto dell'emissione in conformità a quanto indicato nel paragrafo 1.1.4.

1.1.1 Mercati regolamentati e MTF

La struttura ed il funzionamento dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), che normalmente esprimono una pluralità di interessi, possono consentire il raggiungimento delle predette condizioni di liquidità. Pertanto, uno strumento finanziario assume, in via presuntiva, il connotato di liquidità qualora negoziato in tali sedi, caratterizzate dalla presenza di almeno una delle seguenti condizioni:

- la presenza di almeno un *market maker/specialista* che avrà l'impegno di garantire, in via continuativa, proposte di negoziazione in vendita e/o in acquisto⁵ con vincoli di *spread* e di quantità;
- la presenza di più soggetti (anche non *market maker/specialista*) che effettuano proposte di compravendita su quel determinato strumento

⁵ L'obbligo continuativo alla formulazione di proposte di negoziazione in vendita può essere subordinato alla disponibilità dello strumento finanziario.

finanziario (es. mercati *order driven* ad asta, mercati *order driven* a negoziazione continua senza specialista⁶, etc.).

Tuttavia, a causa delle mutevoli condizioni finanziarie e degli specifici contesti di mercato, la sede di negoziazione può non sempre esprimere quella componente di confronto e di pluralità di interessi foriera di condizioni di liquidità.

In particolare, il verificarsi di uno dei seguenti fattori farebbe venir meno la presunzione di liquidità della sede di negoziazione:

- a) impossibilità di rivendere sulla medesima sede di negoziazione lo strumento finanziario in un lasso di tempo ragionevole – l'investitore dovrà avere la facoltà di poter rivendere il proprio strumento finanziario in un lasso di tempo tale da non comportare una variazione di valore significativa rispetto al momento della richiesta di disinvestimento dovuta al cambiamento della situazione di mercato. Si ritiene, pertanto, che l'esecuzione delle proposte di negoziazione oltre il termine massimo di tre giorni lavorativi dalla data di ricezione, a condizioni di prezzo coerenti con il mercato e di quantità in linea con la clientela al dettaglio, non risponda a criteri di efficiente liquidabilità dell'investimento;
- b) assenza di *pre-trade* e *post-trade transparency* della sede di esecuzione tenendo conto dei criteri individuati dal Regolamento Mercati, art. 32, per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati;
- c) esistenza di elementi ostativi (regolamento interno al mercato, penalizzazioni economiche, etc.) che possano limitare l'ingresso al mercato ovvero la presenza di altri soggetti interessati alla contribuzione di proposte di negoziazione in conto proprio e/o in conto terzi.

Al riscontro della condizione prevista dalla lettera a), ai fini della valutazione delle condizioni di liquidità, gli intermediari potranno fare riferimento a ulteriori indicatori, esemplificativi e non esaustivi, che andranno confrontati con gli standard del mercato di riferimento, quali i seguenti:

- assenza di contratti su base giornaliera per un periodo di "n" giorni;
- *turnover velocity*, ovvero sia volumi mensili scambiati in rapporto all'ammontare emesso, inferiore ad una soglia prestabilita;
- assenza di proposte di negoziazione di specialisti /market maker per un periodo di "n" giorni.

⁶ Sono riconducibili a questa categoria le sedi di esecuzione *order driven* che prevedono l'abbinamento delle proposte secondo le modalità della negoziazione continua e la presenza di operatori *liquidity provider*, che si espongono eventualmente anche solo in acquisto (cfr. nota precedente).

Per mercati di riferimento si intendono quelli individuabili dall'intermediario nei quali siano negoziati gli stessi strumenti finanziari e/o analoghi, che soddisfino i requisiti di cui ai punti precedenti e per cui non sono riscontrabili le condizioni esposte ai punti a), b) e c).

Gli strumenti finanziari da emettere o già emessi e non ancora negoziati in un mercato regolamentato o MTF potranno essere considerati liquidi a condizione che l'emittente/intermediario si impegni a farli trattare in una delle predetti sedi di esecuzione che garantisca le condizioni qualitative precedentemente indicate entro un lasso di tempo non superiore ai 90 giorni lavorativi dalla:

- data di regolamento dello strumento finanziario sul mercato primario;
- data di assunzione del suddetto impegno,

salvo che si verificano fatti o circostanze non imputabili alla volontà o alla diligenza dell'emittente/intermediario che non consentano di rispettare tale tempistica e purché un eventuale ritardo sia contenuto. L'intermediario dovrà chiaramente informare per iscritto il cliente che lo strumento sarà negoziato in una specifica sede di esecuzione entro 90 giorni lavorativi.

1.1.2 Internalizzatore sistematico

Qualora la sede di esecuzione sia rappresentata da un internalizzatore sistematico, questi dovrà assumere l'impegno di garantire, in via continuativa, proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita⁷ i cui prezzi saranno aggiornati regolarmente nel rispetto di vincoli di *spread* e di quantità idonei ad assicurare:

- pronto smobilizzo (di norma entro tre giorni lavorativi dalla data dell'ordine del cliente);
- a condizioni di prezzo significative.

L'accesso degli investitori alle quotazioni dell'internalizzatore dovrà avvenire sulla base di regole chiare e non discriminatorie.

L'internalizzatore sistematico dovrà soddisfare i seguenti requisiti:

- ampiezza spread denaro lettera: lo *spread* tra proposte in acquisto (denaro) e proposte in vendita (lettera) non potrà essere superiore a quello individuato nelle procedure dell'internalizzatore sistematico in coerenza con i principi stabiliti nel capitolo quarto del presente documento (regole organizzative sul *pricing*) e comunque in linea con le informazioni pubblicamente disponibili sui mercati regolamentati o sugli MTF previsti nel par. 1.1.1 per titoli analoghi liquidi;

⁷ Cfr. nota 5.

- quantitativo minimo di ciascuna proposta: detto quantitativo, che dovrà essere formalizzato nelle procedure dell'intermediario, sarà individuato tenendo conto delle caratteristiche dello strumento finanziario e della tipologia dei clienti dell'internalizzatore sistematico, in modo da assicurare al cliente lo smobilizzo del titolo in un lasso di tempo ragionevole (di norma tre giorni lavorativi dall'ordine di disinvestimento);
- rapporto tra ordini di vendita ricevuti dagli investitori ed ordini eseguiti entro un giorno dalla ricezione degli stessi: detto rapporto non potrà essere inferiore ad una prefissata soglia percentuale formalizzata nelle procedure interne dell'intermediario;
- pre-trade e post-trade transparency tenendo conto dei criteri individuati dal Regolamento Mercati, art. 33, per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati.

L'internalizzatore sistematico dovrà garantire, oltre al rispetto di quanto stabilito nel capitolo quarto del presente documento (regole organizzative sul *pricing*), la ricostruzione dell'attività svolta a supporto della liquidità dello strumento finanziario, provvedendo ad archiviare, in ciascuna giornata operativa, i dati utili alla verifica degli impegni di *spread* massimo e di quantitativo minimo.

1.1.3 Regole interne per la negoziazione

In assenza di una sede di negoziazione, come definita nei paragrafi precedenti, la condizione di liquidità può essere, altresì, garantita mediante la definizione, adozione e messa in atto da parte dell'intermediario di regole interne formalizzate (che pure non lo configurino quale internalizzatore sistematico) che individuino procedure e modalità di negoziazione degli strumenti finanziari in oggetto tali da assicurare al cliente:

- pronto smobilizzo (di norma entro tre giorni lavorativi dalla data dell'ordine del cliente);
- a condizioni di prezzo significative,

secondo i principi ed i criteri di *spread* e quantità sopra tratteggiati per l'internalizzatore sistematico.

Tali requisiti possono essere realizzati anche avvalendosi di soggetti terzi con i quali l'intermediario ha stipulato appositi accordi formali atti a garantire la negoziazione degli strumenti finanziari.

Le regole interne per la negoziazione, attraverso procedure e strutture principalmente automatizzate, devono fra l'altro consentire in via continuativa o periodica di:

- a) esprimere le proposte di negoziazione da parte dell'intermediario, sulla base di predeterminati criteri di *pricing* e nel rispetto di meccanismi di funzionamento e trasparenza, come di seguito definiti, e avuto riguardo alle regole organizzative sul *pricing* individuate nel capitolo quarto del presente documento;
- b) agevolare l'applicazione, in un lasso di tempo ragionevole, delle richieste della clientela, sulla base delle proposte di cui alla lettera a).

La piena funzionalità delle regole interne alla realizzazione del requisito di liquidità impone la definizione di "condizioni di prezzo significative" da parte dell'intermediario, attraverso la determinazione di criteri e meccanismi di *pricing* prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al *pricing* dello strumento finanziario sul mercato primario, e nel rispetto dei vincoli di *spread* sopra individuati per l'internalizzatore sistematico.

In tal senso, le regole per la determinazione del *pricing* devono essere coerenti con quanto indicato nel capitolo quarto del presente documento e tra l'altro prevedere:

- l'adozione di un modello di *pricing* per la componente obbligazionaria e per la componente derivativa (ove presente) in coerenza con quanto praticato nel mercato primario per quello strumento finanziario;
- la definizione della curva dei tassi adottata per l'attualizzazione dei flussi generati dallo strumento finanziario in coerenza con quanto utilizzato nel mercato primario;
- l'eventuale *spread* creditizio applicato sulla curva adottata per l'attualizzazione e l'evidenziazione dell'eventuale differenza con quanto praticato in primario, con relativa precisa motivazione della delimitata circostanza.

Al fine di garantire uniformità di trattamento in sede di negoziazione e mantenimento delle condizioni di liquidità degli strumenti finanziari, gli intermediari dovranno formalizzare e dettagliare in apposite procedure interne (regolamento) le regole di negoziazione, incluse quelle che attengono al processo di formazione dei prezzi, la tipologia di clientela e gli strumenti ammessi alla negoziazione, le relative modalità di accesso e i controlli interni previsti sul rispetto delle procedure adottate.

Inoltre, gli intermediari dovranno predisporre adeguati presidi di *disclosure* atti a garantire, con un eguale grado di diffusione, oltre i richiamati elementi anche le informazioni di trasparenza pre- e post- negoziazione⁸.

⁸ Si ritiene auspicabile fornire durante l'orario di negoziazione le migliori condizioni di prezzo in acquisto e in vendita e relative quantità; prezzo, quantità, data e ora dell'ultimo contratto concluso. Entro l'inizio della giornata

Gli intermediari dovranno adottare dei presidi interni di controllo atti a valutare regolarmente il rispetto delle regole di funzionamento del modello operativo definito a sostegno della liquidità. In particolare, gli intermediari dovranno assicurare che siano predisposte procedure elettroniche per la registrazione delle operazioni concluse che consentono di effettuare ricerche su ogni singolo strumento finanziario, su ogni singola tipologia di operazione e su ogni singolo soggetto ammesso alle negoziazioni.

Gli intermediari nella documentazione d'offerta e nella modulistica consegnata ai clienti in sede di sottoscrizione/acquisto degli strumenti finanziari rendono nota alla clientela la condizione di liquidità assicurata tramite le predette regole interne di negoziazione, mentre nella strategia di esecuzione/trasmissione degli ordini ne illustrano le modalità di negoziazione.

Per gli strumenti finanziari già presenti sul mercato secondario e per i quali non sia stata prevista - al momento dell'emissione - la condizione di liquidità, l'intermediario, che intenda assicurare tale condizione tramite le predette regole interne per la negoziazione, dovrà assicurare adeguata informativa, prevedendo alternativamente la pubblicazione di avvisi sul proprio sito internet ovvero l'affissione di avvisi in filiale (ove possibile).

1.1.4 Impegno al riacquisto

In assenza di una sede di negoziazione e di regole interne per la negoziazione, come definite nei paragrafi 1.1.1., 1.1.2 e 1.1.3, la condizione di liquidità di uno strumento finanziario può essere altresì garantita mediante la definizione da parte dell'intermediario di regole e procedure interne formalizzate sulla base di un impegno a riacquistare (di seguito, "Impegno") lo strumento finanziario stesso, secondo criteri e meccanismi prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al *pricing* dello strumento stesso nel mercato primario.

L'Impegno:

- non prefigura di per sé un'attività di internalizzazione sistematica da parte dell'intermediario a meno che non ricorrano tutti i requisiti previsti dal Regolamento CE n.1287/2006;
- non è configurabile necessariamente di per sé come uno strumento finanziario derivato.

Strumenti finanziari di nuova emissione

L'Impegno secondo condizioni prefissate di *pricing* può essere assunto dai soggetti di seguito indicati eventualmente avvalendosi di un intermediario terzo con cui tali soggetti abbiano stipulato accordi formali atti a garantire l'Impegno:

successiva di negoziazione, per ciascuno strumento finanziario, il numero dei contratti conclusi, le quantità complessivamente scambiate e relativo controvalore, nonché il prezzo minimo e massimo.

- l'emittente dello strumento finanziario;
- uno o più soggetti incaricati del collocamento dello strumento finanziario.

Nell'ipotesi in cui l'Impegno sia assunto direttamente dall'emittente in fase di emissione, esso costituisce un diritto azionabile da parte della generalità dei sottoscrittori dello strumento finanziario. La sede contrattuale per la formalizzazione di tale Impegno è costituita dalla documentazione d'offerta e, più in particolare, dalla previsione di carattere generale all'interno della nota di sintesi, nota informativa o dalle condizioni definitive, poiché:

- a) deve essere identificata in modo inequivocabile la specifica emissione con riferimento alla quale l'Impegno viene assunto;
- b) devono essere fornite indicazioni circa le modalità concrete alle quali gli investitori potranno azionare l'Impegno, le condizioni di *pricing* prefissate, gli intermediari incaricati del collocamento.

Ciò detto, al fine di perfezionare l'assunzione dell'Impegno nei confronti del cliente si ritiene essenziale che l'Impegno sia formalizzato anche nella modulistica consegnata ai clienti che la sottoscrivono.

Presenta profili di forte analogia l'ipotesi in cui l'Impegno sia assunto, al momento dell'emissione, da uno o più soggetti incaricati del collocamento dello strumento finanziario, eventualmente avvalendosi di un intermediario terzo con cui il collocatore abbia stipulato accordi formali atti a garantire l'Impegno.

In tale ipotesi:

- a) l'Impegno opera esclusivamente nei riguardi degli investitori che sottoscrivono lo strumento finanziario per il tramite dei servizi resi dal singolo intermediario collocatore che abbia voluto assumere l'Impegno;
- b) la sede contrattuale per la formalizzazione dell'Impegno è la modulistica consegnata ai clienti che la sottoscrivono, recante l'intestazione dell'intermediario;
- c) il diritto del cliente alla vendita, che scaturisce dall'Impegno, non deve presentare vincoli né essere pregiudicato dal trasferimento del dossier titoli presso un altro intermediario; in tale ultimo caso va da sé che l'esercizio del diritto di vendita alle condizioni di *pricing* prefissate nell'Impegno potrà essere fatto valere unicamente nei riguardi dell'intermediario che aveva assunto l'Impegno, tramite richiesta inoltrata dal nuovo intermediario.

Strumenti finanziari già presenti sul mercato secondario

Per gli strumenti finanziari già presenti sul mercato secondario e per i quali non sia stato previsto – al momento dell'emissione – un Impegno all'interno della documentazione informativa, l'intermediario che, a suo tempo, ha emesso gli

strumenti finanziari⁹ potrà decidere di assumere l'Impegno, eventualmente avvalendosi di soggetti terzi con i quali lo stesso ha stipulato appositi accordi formali. In tale caso, l'Impegno dovrà essere assistito da adeguata informativa, da attuarsi con forme idonee a garantirne l'effettiva conoscibilità da parte degli investitori. In relazione a ciò si possono prevedere la pubblicazione di avvisi sul sito internet dell'intermediario emittente e comunicazioni ai singoli collocatori.

Qualora l'Impegno venga assunto da un intermediario¹⁰, questo dovrà essere:

- a) assistito da adeguata informativa, da attuarsi con forme idonee a garantirne la effettiva conoscibilità da parte di tutta la clientela del medesimo intermediario detentrica dello strumento finanziario in questione. In relazione a ciò, fatta salva l'opportunità, in ogni caso, di fornire adeguata informativa al primo contatto utile con la clientela interessata, si rende opportuno fornire specifica informativa al cliente in sede di rendicontazione periodica inviata dall'intermediario; in aggiunta possono prevedersi alternativamente: la pubblicazione di avvisi sul sito internet dell'intermediario, l'affissione di avvisi in filiale (ove possibile);
- b) formalizzato, nei riguardi dei clienti che si apprestano ad acquistare tali strumenti, nella modulistica consegnata ai clienti che la sottoscrivono.

Caratteristiche dell'Impegno

La proposta formale di riacquisto deve contenere criteri e meccanismi di *pricing* prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al *pricing* dello strumento finanziario sul mercato primario.

Affinché sia garantita la condizione di liquidità dello strumento finanziario, le regole per la determinazione del *pricing* devono essere coerenti con quanto indicato nel capitolo quarto del presente documento e poter almeno prevedere:

- l'adozione di un modello di *pricing* per la componente obbligazionaria e per la componente derivativa (ove presente) in coerenza con quanto praticato nel mercato primario per quello strumento finanziario;
- la definizione della curva dei tassi adottata per l'attualizzazione dei flussi generati dallo strumento finanziario in coerenza con quanto utilizzato nel mercato primario;
- l'eventuale *spread* creditizio applicato sulla curva adottata per l'attualizzazione e l'evidenziazione dell'eventuale differenza con quanto praticato in primario, con relativa precisa motivazione della delimitata circostanza;

⁹ L'emittente avrà interesse ad assumere l'Impegno in una fase successiva all'emissione solo nella misura in cui operi in qualità di intermediario.

¹⁰ Indipendentemente dalla circostanza di aver ricoperto o meno il ruolo di collocatore in sede di emissione del titolo.

- il luogo di esecuzione ed il breve lasso di tempo entro cui dare luogo all'esecuzione dell'ordine.

Gli intermediari dovranno indicare le modalità di determinazione del *pricing* in modo chiaro e comprensibile per il cliente.

1.2 Grado di liquidità delle polizze assicurative a contenuto finanziario

Le polizze di assicurazione sulla vita a contenuto finanziario possono rivestire caratteristiche di liquidità se rispettano le seguenti condizioni¹¹:

- una pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento;
- l'applicazione di un intrinseco e dinamico meccanismo di "*fair valuation*" atto a consentire la congruità delle condizioni applicate al cliente in sede di liquidazione del contratto.

Pertanto, essendo le polizze di capitalizzazione più diffuse – le cosiddette rivalutabili, collegate a gestioni interne separate – caratterizzate di norma, in relazione alle suddette condizioni, da uno stato di illiquidità, le considerazioni che seguono si intendono riferite alle polizze *unit* e *index linked* (ramo III) ovvero alle polizze di capitalizzazione a queste assimilabili in quanto direttamente collegate al valore di quote di fondi interni/OICR ovvero a indici o ad altri valori di riferimento.

1.2.1 Pronta ed efficiente liquidabilità dell'investimento

Per le polizze *index linked* e *unit linked*, affinché si possa rispettare il requisito di pronta liquidabilità dell'investimento, occorre che:

- sia previsto, in considerazione dell'ampio rinvio operato dal legislatore all'autonomia privata nell'inserimento delle clausole limitative alla riscattabilità delle polizze *linked*, che le condizioni generali di contratto prevedano la possibilità per il cliente di smobilizzare in ogni momento l'investimento;
- l'impresa di assicurazione effettui la liquidazione della prestazione nel più breve tempo possibile e comunque entro 20 giorni dalla data di ricevimento della documentazione completa, ivi compresi i giorni necessari all'intermediario per recapitare la documentazione presso l'impresa stessa¹².

¹¹ Resta inteso che le condizioni di effettiva liquidità sono influenzate dal livello dei caricamenti applicati in sede di distribuzione e dalle penalizzazioni all'esercizio del diritto di riscatto (cfr. documento CONSOB "Esiti della consultazione", pg. 30).

¹² A tal riguardo, le imprese devono dare istruzioni alla rete distributiva per una tempestiva trasmissione della documentazione relativa alla sottoscrizione, al rimborso ed alle operazioni di passaggio (switch) tra fondi interni- cfr Circolare ISVAP 474/2002

1.2.2 Meccanismo di fair valuation

Polizze unit linked

Le polizze *unit linked* possono essere collegate direttamente a OICR ovvero a fondi interni istituiti dall'impresa di assicurazione che investono in strumenti finanziari, OICR o altri attivi ammessi dalla normativa ISVAP¹³. Nel primo caso, l'applicazione di un meccanismo di *fair valuation* è verificata nel caso le polizze siano collegate a OICR liquidi. Nel secondo caso, l'applicazione di un meccanismo di *fair valuation* si considera attuato quando il fondo interno investa prevalentemente in titoli liquidi, come tali oggetto di valutazione significativa e preveda la valorizzazione della quota con cadenza almeno settimanale.

Polizze index linked

Le polizze *index linked* possono essere collegate a:

- indici azionari, obbligazionari o all'inflazione;
- altri valori di riferimento, ad esempio attivi strutturati.

Nel primo caso - che, peraltro, a partire dall' 1° novembre p.v. (data di entrata in vigore del nuovo Regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno u.s.), costituirà l'unica tipologia di nuove polizze *index linked* ammessa -, l'applicazione di un meccanismo di *fair valuation* è implicita qualora si verificano congiuntamente le seguenti condizioni:

- gli indici posseggono requisiti tali da poter essere considerati liquidi¹⁴;

¹³ Cfr. Circolare ISVAP 474/2002.

¹⁴ In base a quanto previsto dal Regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno 2009, **gli indici azionari** potranno essere presi in considerazione se:

- sono costruiti su azioni, negoziate su mercati regolamentati liquidi ed attivi, emesse da società aventi sede legale in uno Stato appartenente all'OCSE;
- sono comunemente riconosciuti dalla comunità finanziaria e replicabili;
- sono caratterizzati da una adeguata diversificazione, in termini di numerosità e composizione relativa, delle azioni sottostanti;
- sono calcolati con cadenza giornaliera da soggetti terzi, indipendenti rispetto alle imprese di assicurazione e agli emittenti le azioni su cui sono costruiti;
- sono calcolati in base a criteri di determinazione oggettivi e predefiniti, resi disponibili agli interessati, che disciplinino anche le modalità di sostituzione o eliminazione di alcune delle azioni su cui sono costruiti;
- sono pubblicati su quotidiani di diffusione nazionale con cadenza giornaliera.

In base a quanto previsto dal Regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno 2009, **gli indici obbligazionari** potranno essere presi in considerazione se:

- sono costruiti su obbligazioni: 1. emesse o garantite da Stati appartenenti all'OCSE, da enti locali o enti pubblici di Stati dello spazio economico europeo o da organizzazioni internazionali cui aderiscono uno o più di detti Stati membri, ovvero da soggetti appartenenti a Stati OCSE sottoposti a vigilanza prudenziale a fini di stabilità su base individuale ai sensi della normativa nazionale vigente o dell'equivalente regolamentazione dello Stato estero; 2. negoziate su mercati regolamentati liquidi ed attivi; 3. non contenenti clausole di subordinazione che attribuiscono all'attivo un grado inferiore nei pagamenti rispetto ad altri creditori
- sono comunemente riconosciuti dalla comunità finanziaria e replicabili;

- il valore della polizza riflette pienamente l'indice/gli indici sottostanti senza alcun *tracking error*; di conseguenza eventuali differenze tra il valore degli indici e quello delle attività finanziarie in cui la Compagnia investe sono a carico di quest'ultima.

Nel secondo caso – che, peraltro, a partire dal 1° novembre p.v. (data di entrata in vigore del nuovo Regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno u.s.), non costituirà più una tipologia ammessa per le nuove polizze *index linked* – l'applicazione del meccanismo di *fair valuation* si considera attuata se sono soddisfatti i seguenti requisiti:

- a) preliminarmente all'offerta del prodotto, il processo di *pricing* deve essere strutturato ovvero condotto secondo criteri adeguati, oggettivi e comunemente riconosciuti dalla comunità finanziaria;
- b) l'impresa di assicurazione assume nel processo di *pricing* un ruolo di controparte attiva nella definizione del valore attribuito agli attivi sottostanti ai prodotti *index linked*. A tal fine l'impresa di assicurazione si impegna ad adottare modelli di calcolo adeguati per valutare i valori comunicati dalla controparte o dal terzo e l'eventuale scostamento del valore teorico degli attivi rispetto ai predetti valori comunicati dalla controparte o dal terzo, prevedendo altresì meccanismi adeguati atti ad assicurare la corretta determinazione del valore delle prestazioni a favore dell'investitore. In particolare relazione a ciò, è necessario che il regolamento di emissione dell'attivo strutturato o che accordi stipulati tra impresa ed ente emittente dell'attivo stesso o con soggetti terzi specializzati prevedano che l'emittente o il terzo procedano – anche in assenza di quotazione o qualora il sistema che regola la quotazione degli attivi non comporti, di fatto, un aggiornamento affidabile dei valori oggetto di quotazione – alla determinazione del valore corrente dell'attivo, secondo scadenze prefissate, coerenti con le prestazioni previste nelle relative polizze e, in ogni caso, con cadenza almeno settimanale;
- c) il valore unitario degli attivi strutturati sottostanti deve essere pubblicato giornalmente almeno su un quotidiano a diffusione nazionale e sul sito internet dell'impresa di assicurazione.

-
- sono caratterizzati da una adeguata diversificazione, in termini di numerosità e composizione relativa, delle obbligazioni sottostanti;
 - sono calcolati con cadenza giornaliera da soggetti terzi, indipendenti rispetto alle imprese di assicurazione e agli emittenti le obbligazioni su cui sono costruiti;
 - sono calcolati in base a criteri di determinazione oggettivi e predefiniti, resi disponibili agli interessati, che disciplinino anche le modalità di sostituzione o eliminazione di alcune delle obbligazioni su cui sono costruiti;
 - sono pubblicati su quotidiani di diffusione nazionale con cadenza giornaliera.

In base a quanto previsto dal medesimo Regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno 2009, infine, **gli indici sull'inflazione** sono ammissibili a condizione che siano comunemente utilizzati dalla comunità finanziaria, calcolati periodicamente da enti o organismi statistici pubblici, nazionali e sopranazionali, sia chiaramente definita nelle condizioni di polizza la loro configurazione e che siano utilizzati a copertura delle relative riserve tecniche attivi aventi indicizzazione, durata, flussi finanziari, profili di liquidabilità e caratteristiche coerenti con i corrispondenti impegni contrattuali.

Capitolo 2 - Regole di appropriatezza e adeguatezza degli investimenti

La graduazione dell'offerta ed i presidi di correttezza inerenti la verifica di appropriatezza e di adeguatezza non potranno che tener conto delle diverse modalità con le quali gli intermediari, nel rispetto delle norme contenute nel Regolamento Intermediari, hanno sviluppato tali procedure a valere dall'inizio dell'entrata in vigore della MiFID.

Le proposte di seguito evidenziate tengono quindi conto di tali aspetti e rimangono sufficientemente generali, in modo da permettere a ciascun intermediario di implementare soluzioni *compliant* con la normativa, nel rispetto delle proprie realizzazioni in essere.

Valutazione di appropriatezza

L'appropriatezza attiene alla verifica della capacità del cliente di comprendere la natura e le caratteristiche del prodotto e gli effetti connessi anche in termini di rischio.

Nella valutazione di appropriatezza a fronte di prodotti scarsamente liquidi, l'intermediario dovrà dotarsi di strumenti/modalità/procedure che siano in grado di discriminare i prodotti finanziari sulla base dei differenti livelli di complessità degli stessi, tenendo presente che la scarsa liquidità e la presenza di costi di struttura sono fattori che concorrono alla complessità del prodotto.

L'intermediario dovrà così individuare le macro-categorie specifiche di prodotti finanziari in relazione alle quali acquisire le informazioni di conoscenza ed esperienza, ovvero in genere:

- prodotti assicurativi a contenuto finanziario;
- obbligazioni strutturate;
- *certificates*;
- derivati etc.

Nel rispetto della diversità dei questionari e dell'operatività dei singoli intermediari, l'acquisizione del dato di conoscenza/esperienza finanziaria del cliente potrà avvenire con modalità diverse, purché *compliant* con la normativa vigente.

Ad esempio, tale acquisizione potrà essere eseguita per macro-categorie di prodotti finanziari, quali quelle sopra individuate, con riferimento alle quali si potrebbe proporre di specificare un'opportuna e sufficientemente dettagliata descrizione che permetta al cliente di comprendere in maniera corretta e chiara la natura complessa del prodotto, così come gli effetti potenziali che potrebbero scaturire dalla eventuale esistenza delle componenti derivative.

L'intermediario può acquisire il supplemento di informazioni che si rende necessario per compiere correttamente la valutazione di appropriatezza/adequatezza in relazione agli strumenti finanziari scarsamente liquidi anche in sede di aggiornamento del set di informazioni sul cliente.

La flessibilità di questa impostazione consente di conservare la validità delle informazioni già acquisite tramite i diversi questionari di profilatura, prevedendone l'integrazione soltanto nel momento stesso in cui la loro acquisizione si renda necessaria stante la volontà del cliente di investire su un prodotto illiquido e/o l'iniziativa dell'intermediario nel proporlo ove quest'ultimo abbia avuto modo di verificare il possesso da parte del cliente di un grado di conoscenza ed esperienza più specifico di quanto originariamente indicato nel questionario.

Ad esempio: il cliente, nell'ambito del questionario di profilatura, potrebbe aver indicato un dato di conoscenza/esperienza generico con riferimento ai titoli obbligazionari, che si renderebbe necessario ulteriormente dettagliare ed approfondire qualora il cliente andasse effettivamente ad investire in un titolo obbligazionario di tipo strutturato.

Valutazione di adeguatezza

La valutazione di adeguatezza viene tipicamente eseguita tenendo conto del grado di rischio (definito dagli intermediari in base alle rispettive metodologie) del prodotto finanziario oggetto dell'operazione: a tal proposito si rende necessario che nel processo di classificazione dei prodotti per grado di rischio venga compiuta una valutazione separata ed autonoma delle diverse componenti di rischio nel rispetto di due principi:

- la "multivariabilità": nel processo di assegnazione del grado di rischio ad un prodotto finanziario devono necessariamente essere valutate le tipologie di rischio più significative (rischio emittente/controparte, rischio di mercato, rischio di liquidità), tenuto conto della natura del prodotto stesso;
- la "non mitigabilità/mediabilità" tra elementi di maggiore e minore rischio: ad es., un livello elevato di rischio di emittente/controparte non potrà essere mitigato da/mediato con un livello contenuto di rischio di mercato.

Tale valutazione, separata ed autonoma dei tre macro fattori di rischio (rischio emittente/controparte, rischio di mercato, rischio liquidità), deve rimanere tracciabile e monitorabile da parte degli intermediari, in modo da poter essere utilizzata sia a fini di un controllo interno, sia a fini di controlli da parte dell'Autorità di Vigilanza.

La verifica di adeguatezza verrà quindi effettuata nel rispetto di tali principi.

Il parametro costituito dal periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento (c.d. *holding period* del cliente) deve assumere autonomo rilievo ai fini delle valutazioni di adeguatezza. Esso andrà direttamente e specificatamente 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 ritenersi di norma inadeguate, e come tali non oggetto di raccomandazione, le operazioni in prodotti finanziari con un elevato grado di illiquidità per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore alla durata anagrafica del prodotto. Dovranno altresì ritenersi inadeguate le operazioni aventi per oggetto prodotti liquidi o parzialmente liquidi caratterizzati da costi di struttura (da sostenersi da parte della clientela in fase di sottoscrizione o quali penali di uscita), per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore al periodo di tempo stimato dagli intermediari, sulla base di propri modelli allo scopo sviluppati, necessario per ammortizzare tali costi.

Gli intermediari che adottano logiche di adeguatezza di portafoglio nella definizione dell'orizzonte temporale di riferimento dello stesso dovranno tenere in considerazione, ai fini di aggiornamento delle procedure, l'incidenza relativa degli strumenti e dei prodotti finanziari illiquidi (e dei prodotti con costi di struttura) e lo scostamento della loro durata, o del periodo stimato come necessario per ammortizzare i costi di struttura rispetto all'orizzonte di riferimento del cliente. Resta la possibilità per l'intermediario di avere informazioni sui diversi *holding period* del cliente per quota di patrimonio e, sulla base degli stessi, garantire la relativa compatibilità.

Capitolo 3 - Regole di monitoraggio dei derivati OTC

3.1 Aspetti generali

Si ritiene innanzitutto che l'applicazione della Comunicazione possa essere correttamente realizzata, tenendo conto delle precisazioni della CONSOB contenute nel correlato documento "Esiti della consultazione" e, in particolare, della seguente affermazione: *"L'indicazione [...] circa il monitoraggio sulla perdurante capacità di copertura delle operazioni in derivati OTC poste in essere con la clientela non ha un ambito di applicazione generale. Come esplicitamente evidenziato nello stesso Documento di consultazione, essa trova applicazione solo in presenza di uno stringente presupposto di fatto costituito dalla circostanza che l'intermediario, in fase di implementazione dell'operazione, esplicitamente si proponga al cliente come fornitore di strumenti di copertura per posizioni di rischio da quest'ultimo detenute"¹⁵.*

Su tale base, l'implementazione corretta dell'indicazione appare necessariamente e strettamente legata alle caratteristiche concrete dell'operatività posta in essere dal singolo intermediario con la propria clientela.

Quanto sopra impone, in particolare, di tener conto che la "finalità di copertura" delle operazioni in derivati OTC non appare di per sé riconducibile ad un significato univoco, in quanto – nella libera esplicazione dell'autonomia imprenditoriale – tale concetto può tradursi (e di fatto si traduce) in fattispecie di diversa gradazione.

Infatti, accanto ad operazioni di copertura riguardanti una posta dell'attivo o del passivo singolarmente identificabile, coperta in tutto o in parte (che possiamo sinteticamente chiamare **"copertura specifica"**), si configurano anche altre tipologie di copertura che non hanno ad oggetto una determinata posta di bilancio. Tra queste vi è senz'altro la casistica in cui l'elemento coperto è un gruppo di attività o passività oppure una porzione di esso – ad esempio il cliente può scegliere di coprire il rischio di interesse con riferimento ad una percentuale del suo indebitamento complessivo o il rischio di cambio sulla posizione finanziaria netta in valuta (**"copertura aggregata"**).

Un'ulteriore casistica di copertura si ha quando l'elemento coperto è una transazione futura ritenuta altamente probabile – ad esempio, il cliente effettua frequentemente operazioni di copertura del rischio di cambio a valere su stime della propria esposizione globale in un determinato periodo futuro più che a fronte di specifiche transazioni commerciali (**"copertura di transazioni future"**).

¹⁵ Cfr pagg.79-80. Le sottolineature qui operate non sono presenti nel testo originale.

3.2 Indicazioni operative sul monitoraggio

La concreta accezione della finalità di copertura considerata dal cliente e dall'intermediario, quindi, non può non riverberarsi – diversificandoli – sui contenuti e sulle modalità dell'attività di monitoraggio effettuabili periodicamente in ottemperanza alla richiesta dell'Autorità di Vigilanza sull'evoluzione delle "posizioni coperte".

Premesso quanto sopra, si può indicativamente, e ai fini che interessano, inquadrare l'attività di monitoraggio post conclusione delle operazioni in derivati OTC, distinguendo la macro-categoria sopra citata della "copertura specifica" rispetto alle altre due macro-categorie della "copertura aggregata" e della "copertura di transazioni future".

Ovviamente, il comune presupposto è che l'intermediario rappresenti chiaramente al cliente le possibili fattispecie di copertura e che acquisisca dal cliente le informazioni utili a collegare le singole operazioni ad una specifica tipologia di copertura (tenuto anche conto delle modalità previste dall'intermediario stesso per raccogliere le informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente ex art. 40 del Regolamento Intermediari).

Per quanto riguarda, poi, gli "strumenti" del monitoraggio, occorre evidenziare che la CONSOB, dopo averne individuato l'oggetto nell'*"aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente o comunque disponibili"*, nel documento "Esiti della consultazione", ricollega la *"realizzabilità pratica"* del monitoraggio stesso al fatto che l'intermediario definisca *"contrattualmente con il cliente le informazioni di cui necessita per lo svolgimento dell'attività in discorso (ad es., notizie circa il rimborso di finanziamenti, smobilizzo delle posizioni a cui copertura il derivato è finalizzato[...])"*; il contratto con il cliente, in particolare, potrà rappresentare la sede dove precisare *"gli oneri in capo al cliente di aggiornamento delle informazioni in merito alla dinamica delle poste coperte non altrimenti conoscibile dall'intermediario"*.

Ferma restando la rilevanza fondamentale dell'inserimento, negli Accordi quadro per l'operatività in derivati OTC, di apposite clausole nel senso indicato dalla CONSOB, pare opportuno soffermarsi sugli aspetti di seguito richiamati, che si inseriscono, peraltro, nel quadro di una regolare relazione con il cliente nel tempo.

3.2.1 Copertura specifica

In linea generale, il problema dell'acquisizione di specifiche informazioni sull'evoluzione delle poste coperte non dovrebbe sussistere quando il derivato è concluso a copertura di esposizioni relative a finanziamenti concessi dallo stesso intermediario che negozia il derivato OTC con il cliente. In tale ipotesi, le procedure interne dovrebbero assicurare la verifica dell'operazione conclusa rispetto allo "stato" del finanziamento concesso con frequenza regolare (in ogni caso, non superiore all'anno).

Appositi presidi contrattuali, che prevedano obblighi/oneri di comunicazione a carico del cliente, anche in relazione ad apposite richieste dell'intermediario, appaiono invece inevitabili qualora l'esposizione coperta sia relativa ad un finanziamento in essere con un intermediario terzo. A prescindere dall'iniziativa diretta del cliente, l'aggiornamento delle informazioni rilevanti potrà avvenire, con opportuna verbalizzazione, anche in occasione di contatti successivi intercorsi con il cliente o di visite periodiche effettuate presso lo stesso.

3.2.2 Copertura aggregata/copertura di transazioni future

Per tali casistiche appare necessario che l'intermediario adotti appositi presidi contrattuali, che prevedano obblighi/oneri di comunicazione a carico del cliente, anche in relazione ad apposite richieste dell'intermediario.

Per le operazioni in derivati OTC su tassi di interesse – oltre a verificare ogni altra informazione rilevante a sua disposizione¹⁶ – l'intermediario potrà, in ogni caso, utilmente raffrontare l'ammontare del nozionale dei derivati OTC in essere con l'indebitamento del cliente risultante dalla Centrale Rischi: in considerazione della durata pluriennale di tale tipologia di contratti la verifica dovrebbe svolgersi con una frequenza almeno annuale.

Nell'operatività in derivati OTC su tassi di cambio conclusi con clientela che canalizza flussi regolari di interscambio con l'estero presso l'intermediario, quest'ultimo potrà, ad esempio, verificare periodicamente l'andamento dei flussi d'incassi e pagamenti complessivi, o verso Paesi/valute per cui il cliente ha posto in essere operazioni di copertura, attivando opportuni controlli e richieste di informazioni in caso di significativa riduzione degli stessi. Qualora non risultino canalizzati flussi di interscambio della specie, appare opportuno procedere a verifiche infra annuali e all'acquisizione diretta di informazioni dal cliente.

3.3 Interventi

Qualora dall'attività di monitoraggio emergano disallineamenti rispetto alle finalità di copertura originariamente considerate, l'intermediario provvederà, in ogni caso, a darne comunicazione scritta al cliente, invitandolo a contattare l'intermediario stesso per valutare la situazione.

A seconda delle circostanze riscontrate e nel rispetto delle specifiche previsioni contrattuali di riferimento, l'intermediario potrà:

- proporre al cliente la modifica del derivato in essere (c.d. ristrutturazione dell'operazione), per adeguarlo alle condizioni tempo per tempo verificatesi;

¹⁶ In particolare, considerando le evidenze che potrebbero essere indicative di "anomalie" rispetto alla perdurante funzione di copertura del derivato.

- proporre l'estinzione anticipata (totale o parziale) del derivato o provvedere alla chiusura unilaterale dello stesso con regolamento del prezzo *mark-to-market*, nel caso non sussista più il relativo sottostante.

Qualora, dalle valutazioni condotte, si ritenga di poter proseguire l'operazione senza intervenire sui parametri della stessa, l'intermediario provvederà ad applicare quanto previsto dall'art. 55 del Regolamento Intermediari (configurandosi, in tale ipotesi, una "posizione aperta scoperta") e quindi ad inviare al cliente – qualora ne ricorrano i presupposti – la segnalazione delle eventuali perdite superiori alla soglia convenuta con il cliente stesso.

Capitolo 4 – Regole Organizzative sul *Pricing*

4.1 Introduzione

La scelta delle metodologie di valutazione e delle politiche di *pricing* è responsabilità dei singoli intermediari e non rientra nelle finalità delle Linee Guida, che sono invece incentrate sulle caratteristiche che tali metodologie devono avere e sulle modalità con cui devono essere adottate dai singoli intermediari al fine di assicurarne l'affidabilità, l'oggettività e la rispondenza agli obiettivi richiesti dalla normativa.

Questa parte del documento non si applica alle polizze assicurative a contenuto finanziario, tenuto conto che il *pricing* è effettuato dall'impresa di assicurazione emittente il prodotto: in tali casi, l'intermediario riveste solo il ruolo di collocatore, a condizioni di prezzo definite ex-ante e non è tenuto agli obblighi di rendicontazione di cui al par. 5.5 del presente documento.

4.2 Contenuto della Policy

Al fine di assolvere i doveri di correttezza previsti dalla normativa, gli intermediari adottano una *Policy di valutazione e pricing* che individua, per i singoli prodotti illiquidi offerti in fase di emissione o negoziati in conto proprio (o per classi omogenee di prodotti), le metodologie di valutazione da utilizzare, i parametri richiesti e le relative fonti, l'indicazione del *mark-up* massimo applicabile.

La *Policy* è approvata dall'organo direttivo ed è soggetta a monitoraggio periodico e a revisione su base almeno annuale.

L'organo direttivo può delegare l'approvazione delle fonti dei parametri previsti dalle metodologie all'Amministratore Delegato/Direttore Generale o ad un organo collegiale di adeguato livello.

4.3 Caratteristiche delle metodologie

Le regole per la determinazione del *pricing* che gli intermediari adotteranno devono prevedere che:

- i modelli di *pricing* utilizzati siano coerenti con il grado di complessità dei prodotti offerti o negoziati, siano di provata affidabilità nella stima dei valori e debbano trovare ampio riscontro tra gli operatori di mercato;
- nell'utilizzo di tecniche di valutazione, siano utilizzati in *input* tutti i fattori rilevanti che i partecipanti al mercato considerano nel fissare un prezzo, fra i quali ad esempio:
 - curve di tasso per l'attualizzazione e la stima dei flussi futuri;
 - eventuali *spread* creditizi che riflettano la rischiosità dell'emittente;

- tassi di cambio per flussi in valuta estera;
- prezzi ed indici di prezzi di strumenti azionari;
- prezzi di *commodities*;
- eventuale volatilità e correlazioni dei parametri di mercato che influenzano l'indicizzazione dei flussi futuri e/o del capitale dello strumento finanziario.

Le metodologie di *pricing*, nonché i relativi parametri di *input*, saranno coerenti con quanto effettuato dall'intermediario ai fini della valorizzazione del portafoglio titoli e derivati della proprietà.

Al fine di assicurare l'affidabilità, l'oggettività e la rispondenza delle metodologie agli obiettivi richiesti dalla normativa, gli intermediari:

- assicurano che l'individuazione delle metodologie sia effettuata con il coinvolgimento di strutture competenti ed indipendenti che provvedono alla validazione delle metodologie ed al collaudo dei relativi applicativi informatici¹⁷;
- provvedono ad individuare e a formalizzare preventivamente le informazioni necessarie per il corretto funzionamento dei modelli con indicazione delle relative fonti ¹⁸.

4.4 Mark up

Al fine di indirizzare i comportamenti degli addetti ai servizi di investimento nella definizione del *pricing* dei prodotti sia in sede di offerta sul mercato primario che di negoziazione su quello secondario, gli intermediari:

- individuano le variabili componenti il *mark up* e ne definiscono i limiti massimi;
- stabiliscono, attraverso apposite procedure, le strutture deputate alla definizione del *mark up* da applicare, nel rispetto dei limiti massimi individuati, alla singola transazione o ad un insieme omogeneo di transazioni, ed i principi cui ispirare la concreta determinazione dei *mark up*.

Le procedure interne dell'intermediario assicurano che non vi siano discriminazioni tra i livelli di *pricing* che non siano giustificate dalle caratteristiche della transazione.

¹⁷ Possono fornire specificazioni utili in argomento, seppure dettate in diversa prospettiva, le "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per la banche" emanate dalla Banca d'Italia (cfr. titolo II, cap. 4) e il documento "Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices" emanato dal Comitato di Basilea.

¹⁸ Confronta nota precedente.

Al fine di assicurare la coerenza tra il *pricing* adottato sul mercato primario e su quello secondario, gli intermediari utilizzano la medesima metodologia di determinazione del *fair value*. La composizione e l'entità del *mark up* potrà invece risultare differente (ad esempio le commissioni di collocamento saranno componenti di *mark up* presenti tipicamente in fase di classamento di uno strumento finanziario sul mercato primario e non anche nella trattazione sul mercato secondario). Le differenze nella composizione e nell'entità del *mark up* sono formalizzate nella *Policy* e le relative deleghe operative sono disciplinate nelle procedure interne dell'intermediario.

4.5 Monitoraggio

L'efficacia e la correttezza delle metodologie individuate per la determinazione del *fair value* e delle fonti informative utilizzate per il funzionamento dei relativi modelli sono oggetto di monitoraggio periodico. In tale ambito, si provvede almeno a confrontare i risultati prodotti dalle singole metodologie con i prezzi disponibili sul mercato per lo stesso prodotto/famiglia di prodotti o con i prezzi di prodotti aventi caratteristiche simili.

Gli intermediari si dotano di attività di controllo volte a verificare la coerenza delle valutazioni delle transazioni concluse con la clientela durante la giornata operativa con le rivalutazioni di fine giornata¹⁹.

4.6 Aggiornamento e revisione

Prima di procedere all'offerta di un nuovo prodotto ovvero prima di inserirlo nell'elenco degli strumenti/prodotti finanziari negoziati in conto proprio, l'intermediario provvede ad individuare la metodologia da utilizzare per la determinazione del *fair value* eventualmente classificando il prodotto in una delle famiglie già esistenti e a definire il relativo *mark up*.

Le metodologie individuate per ciascun prodotto/famiglia di prodotti, inoltre, sono sottoposte a revisione con cadenza annuale e comunque ogni qual volta siano disponibili nuove metodologie riconosciute e diffuse sul mercato ovvero l'attività di monitoraggio abbia evidenziato criticità in merito ai risultati delle metodologie scelte.

4.7 Controlli

L'adozione della *Policy*, l'effettivo utilizzo delle metodologie approvate e l'applicazione dei *mark up* nei limiti previsti per i singoli prodotti (o famiglie di prodotti) sono oggetto di verifica da parte delle strutture di controllo di primo, secondo e terzo livello, ognuna in base alle competenze a ciascuna attribuite dalle procedure aziendali dei singoli intermediari.

¹⁹ Nelle "rivalutazioni di fine giornata" l'intermediario può utilizzare dati di fine giornata o di altro momento individuato, in modo duraturo, dalle procedure interne dell'intermediario.

Al fine di assicurare la ricostruzione dell'attività svolta, tenuto conto delle attività previste dal paragrafo sul monitoraggio, gli intermediari provvedono ad archiviare per ogni giornata in cui vengono effettuate transazioni il set di parametri utilizzati dalle metodologie di *pricing* e ritenuto rappresentativo della giornata operativa²⁰.

4.8 Obblighi e responsabilità

L'obbligo di dotarsi di strumenti di valutazione e delle relative procedure interne assume forme diverse e ricade su soggetti diversi a seconda del numero di intermediari coinvolti nel processo di offerta, collocamento e negoziazione e dell'esistenza o meno di impegni di riacquisto.

La determinazione del valore degli strumenti finanziari è necessaria in tre diverse fasi del processo:

- l'emissione/offerta;
- l'eventuale negoziazione dopo il collocamento (c.d. secondario);
- la rendicontazione periodica.

Secondo quanto previsto dalla Comunicazione, infatti, l'obbligo di dotarsi di strumenti di valutazione ricade sugli *"intermediari che offrono prodotti di propria emissione o che comunque operano ponendosi in contropartita diretta della clientela"*.

Si deve inoltre tenere presente che a prescindere dal ruolo di emittente o di negoziatore, la Comunicazione pone a carico dell'intermediario l'onere di indicare il *fair value* ed il presumibile valore di realizzo in sede di presentazione al cliente ed in sede di rendicontazione periodica.

A tal fine, gli intermediari possono *"dotarsi, anche mediante accordi con soggetti terzi²¹, di sistemi che consentano la fornitura di informazioni periodiche affidabili sul presumibile valore di realizzo²²"* e del *fair value* dei singoli strumenti offerti.

Con riferimento, invece, all'eventuale negoziazione sul secondario è opportuno distinguere tra gli strumenti emessi, collocati o distribuiti dall'intermediario che riceve l'ordine di vendita e gli strumenti per i quali tale intermediario non ha svolto alcun ruolo nella proposta al cliente.

4.8.1 Strumenti finanziari emessi, collocati o distribuiti dall'intermediario.

Si tratta di strumenti per i quali l'intermediario, al fine di adempiere agli obblighi di trasparenza e di valutazione di adeguatezza in sede di collocamento o distribuzione al cliente, ha valutato il grado di liquidità (anche sulla base delle

²⁰ Confronta nota precedente.

²¹ E' da ritenersi che i soggetti terzi ricomprendano anche quelli appartenenti al medesimo gruppo dell'intermediario.

²² Cfr. documento CONSOB "Esiti della consultazione" pg. 53.

regole interne di negoziazione, e degli impegni al riacquisto assunti da terzi ed adeguatamente formalizzati) e, ove ritenuto necessario, ha adottato le misure per assicurare tale liquidità.

Si possono presentare le seguenti situazioni:

- **Lo strumento finanziario è negoziato su una sede di esecuzione multilaterale** ritenuta **idonea** a garantire condizioni di liquidità in conformità a quanto previsto dal paragrafo 1.1.1. e dunque si farà riferimento ai valori espressi dalla sede di esecuzione. Tale sede di esecuzione sarà quella prevista dalla strategia di esecuzione dell'intermediario per lo strumento finanziario in questione.
- **L'intermediario negozia in contropartita diretta con il cliente** (anche in qualità di internalizzatore sistematico, in adempimento di un impegno di riacquisto, o sulla base di regole interne di negoziazione). L'adozione di strumenti di *pricing* conformi alle indicazioni della Comunicazione è responsabilità dell'intermediario che ricopre anche il ruolo di negoziatore [cfr. supra].
- **Presenza di un impegno di riacquisto** da parte di un soggetto diverso dal collocatore.
Le metodologie di *pricing* sono già individuate nell'Impegno.
L'adozione di strumenti di *pricing* coerenti con quanto previsto dall'Impegno è responsabilità del soggetto che ha assunto l'Impegno.
Il collocatore dovrà assicurarsi, al fine di poter considerare lo strumento liquido, che l'Impegno sia adeguatamente formalizzato (cfr. par. 1.1.4).
La strategia di esecuzione dell'intermediario individuerà il soggetto che ha assunto l'Impegno quale sede di esecuzione per lo strumento finanziario in questione.
- **Presenza di un *liquidity provider* (negoziatore in conto proprio o internalizzatore sistematico)²³ diverso dal collocatore.**
L'adozione di strumenti di *pricing* "compliant" è responsabilità del *liquidity provider*.
Qualora l'intermediario intenda considerare liquido uno strumento finanziario sulla base delle opportunità di smobilizzo offerte dal *liquidity provider* dovrà assicurarsi, ad esempio facendosi rilasciare idonea attestazione, che le metodologie di *pricing* adottate dal *liquidity provider* siano conformi alle indicazioni della Comunicazione.
La strategia di esecuzione dell'intermediario individuerà il *liquidity provider* quale sede di esecuzione per lo strumento finanziario in questione.

²³ E' il caso in cui la liquidità allo strumento sia assicurata da un soggetto in via autonoma o su richiesta dell'emittente o del collocatore. Non esiste, in questo caso un Impegno di riacquisto. L'intermediario che riceve l'ordine è tuttavia a conoscenza che il *liquidity provider* è l'unica (o la più probabile) *execution venue* su cui è possibile negoziare il titolo.

4.8.2 Strumenti finanziari non emessi, non collocati e non distribuiti dall'intermediario.

L'intermediario può ricevere ordini di vendita relativi a strumenti che non ha emesso, collocato o distribuito. In tali casi l'intermediario, fatti salvi gli ulteriori obblighi che dovessero derivare dalla prestazione del servizio di consulenza, interviene nell'operazione in qualità di raccogliitore di ordine, di esecutore in conto terzi o di negoziatore in conto proprio e dovrà agire nel rispetto degli obblighi generali di trasparenza e correttezza che, nel caso specifico, sono rappresentati dal rispetto dell'obbligo di eseguire l'ordine alle condizioni più favorevoli per il cliente, in coerenza con la propria strategia di esecuzione/trasmissione.

L'onere per l'intermediario di dotarsi di strumenti di valutazione troverà, quindi, applicazione, come specifica misura di *best execution*, soltanto nel caso in cui si ponga in contropartita diretta con il cliente.

Si possono presentare le seguenti situazioni:

- **Lo strumento finanziario è negoziato su una sede di esecuzione** ritenuta **idonea** a garantire condizioni di liquidità in conformità a quanto previsto dai paragrafi 1.1.1. (in tal caso si farà riferimento ai valori espressi dalla medesima sede di esecuzione multilaterale) e 1.1.2 (in tal caso, si procederà alla valutazione del *pricing* dell'internalizzatore sistematico secondo i meccanismi ed i criteri previsti nella propria strategia).
La sede di esecuzione sarà quella prevista dalla strategia di esecuzione dell'intermediario per lo strumento finanziario in questione.
L'intermediario può anche decidere di porsi in contropartita diretta del cliente nel rispetto del principio di *best execution*, proponendo un prezzo uguale o migliore di quello ottenibile sulla sede di esecuzione.
- **L'intermediario negozia in contropartita diretta con il cliente** (anche in qualità di internalizzatore sistematico o in adempimento di un impegno di riacquisto, o sulla base di regole interne di negoziazione).
In tale situazione, l'intermediario deve dotarsi di strumenti di valutazione e *pricing* conformi alle indicazioni della Comunicazione.
- **Presenza di un impegno di riacquisto** da parte di un soggetto diverso dall'intermediario, cui l'intermediario stesso può accedere o comunque applicabile ai titoli oggetto della vendita.
Trattandosi con estrema probabilità dell'unica *execution venue* disponibile, la strategia di esecuzione dell'intermediario individuerà il soggetto che ha assunto l'Impegno quale sede di esecuzione per lo strumento finanziario in questione.
Le metodologie di *pricing* sono già individuate nell'Impegno.
L'adozione di strumenti di *pricing* coerenti con quanto previsto dall'Impegno è responsabilità del soggetto che ha assunto l'Impegno.

- **Presenza di un *liquidity provider* (negoziatore in conto proprio o internalizzatore sistematico)²⁴ diverso dall'intermediario.**

Si tratta, molto probabilmente, dell'unica *execution venue* disponibile.

L'intermediario provvederà a verificare l'esistenza di sedi di esecuzione alternative che garantiscano condizioni più favorevoli, in assenza individuerà come sede di esecuzione il *liquidity provider*. La selezione è effettuata di norma nella strategia, ma potrà essere effettuata in via occasionale in caso di ricezione di un ordine su una tipologia di strumenti finanziari non prevista dalla strategia.

L'adozione di strumenti di *pricing* "compliant" è responsabilità del *liquidity provider*, mentre l'intermediario procederà alla valutazione del *pricing* del *liquidity provider* secondo i meccanismi ed i criteri previsti nella propria strategia.

- **Lo strumento non è trattato in una specifica *execution venue* e non è assistito da impegni di riacquisto applicabili al cliente o cui l'intermediario possa accedere.**

Si tratta della situazione in cui lo strumento finanziario non è trattato in mercati regolamentati o in MTF, né da internalizzatori sistematici o da altri *liquidity providers* ufficialmente incaricati e non è assistito da impegni di riacquisto applicabili all'operazione.

Si tratta evidentemente di una situazione in cui il prezzo della transazione, proprio a causa della illiquidità dello strumento, può risultare penalizzante per il cliente.

In questo caso l'intermediario può alternativamente:

- verificare l'esistenza di un soggetto disposto a negoziare cui trasmettere l'ordine²⁵;
- porsi in contropartita diretta del cliente, nel rispetto dei relativi adempimenti.

²⁴ E' il caso in cui la liquidità allo strumento sia assicurata da un soggetto in via autonoma o su richiesta dell'emittente o del collocatore. Non esiste, in questo caso un Impegno di riacquisto. L'intermediario che riceve l'ordine è tuttavia a conoscenza che il *liquidity provider* è l'unica (o la più probabile) *execution venue* su cui è possibile negoziare il titolo.

²⁵ Si ritiene assimilabile a questa fattispecie anche la situazione in cui l'Intermediario che riceve l'ordine chiude l'operazione con un intermediario terzo e, al fine di evitare rischi di controparte al cliente, figura nei suoi confronti come negoziatore in conto proprio. In tale caso, infatti, l'interposizione del conto proprio rappresenta soltanto una modalità operativa e non una vera operazione in contropartita diretta.

Capitolo 5 – Set informativo minimo

5.1 Trasparenza ex ante: funzione e forma del set informativo

In capo agli intermediari che distribuiscono prodotti scarsamente liquidi²⁶ si delinea una specifica declinazione delle misure di trasparenza nei confronti della clientela al dettaglio.

In particolare, agli investitori è opportuno sia fornito un set minimo di informazioni inerenti ai singoli prodotti oggetto della transazione tramite un documento sintetico (scheda prodotto) predisposto dall'intermediario, come raccomandato nella Comunicazione, o comunque per mezzo di documenti parimenti predisposti dall'intermediario, consegnati ai clienti nella fase di pre-negoziazione dei titoli, che siano in grado di soddisfare efficacemente il requisito, posto dalla CONSOB, di un'informativa unitaria ed organica e contestualmente l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi di trasparenza. La scheda prodotto costituisce un documento con il quale l'intermediario può scegliere di adempiere alle misure di trasparenza informativa, risultando pertanto un documento facoltativo.

Si sottolinea che, qualora l'intermediario fornisca agli investitori il cennato set informativo tramite la scheda prodotto o appositi documenti dal medesimo predisposti, ricade sull'intermediario la responsabilità in merito a tutte le informazioni fornite all'investitore.

Resta, ovviamente, valido il principio generale di garantire coerenza tra i dati inseriti nell'eventuale scheda prodotto e le analoghe informazioni riportate nel prospetto dello strumento negoziato.

Relativamente alle polizze assicurativo-finanziarie gli intermediari:

- assolvono agli obblighi di informativa *ex ante* tramite la consegna della scheda sintetica del prospetto informativo predisposta dalle imprese emittenti²⁷, considerato che essa è disciplinata in modo tale da dare chiara evidenza: i) della esistenza o meno di limitazioni temporali alla facoltà di riscatto anticipato, nonché di eventuali penalizzazioni; ii) della incidenza delle diverse componenti di costo sul capitale investito riferita sia al momento della sottoscrizione sia all'orizzonte temporale consigliato; iii) dell'orizzonte temporale consigliato al potenziale investitore tenuto conto anche del grado di rischio e della struttura dei costi; iv) della struttura dell'investimento, ivi compresa la eventuale componente derivativa, ed i criteri per la determinazione del relativo valore; v) degli scenari

²⁶ Al di fuori, quindi, dei casi contemplati ai par. 1.1.1, 1.1.2, 1.1.3 e 1.1.4 del presente documento.

²⁷ Essa è l'unico documento facente parte del prospetto di offerta che deve essere consegnato obbligatoriamente agli investitori a norma dell'art. 32 del Regolamento Emittenti. Le schede sintetiche redatte in conformità alla previgente disciplina e che ricadono nell'ambito di applicazione delle misure transitorie previste dal nuovo Regolamento Emittenti, conservano validità in virtù del richiamo operato dall'art. 85 del Regolamento Intermediari all'art. 33 dello stesso.

probabilistici di rendimento nel caso delle polizze *unit* e *index linked* dalla struttura complessa;

- non sono tenuti ad un dovere di rendicontazione periodica²⁸.

5.2 Contenuto del set minimo ex-ante

5.2.1 Mercato primario

Le informazioni da comunicare alla clientela per l'adempimento degli obblighi di trasparenza nei confronti dell'investitore sono quelle descritte nell'apposito modello (vedi Capitoli 2 e 3). Essendo un set informativo di carattere minimo, ciascun intermediario potrà inserire le ulteriori informazioni che ritenga opportuno rassegnare al cliente.

In particolare sono state inserite nel set informativo le specifiche indicazioni raccomandate dalla CONSOB, circa:

- scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente, distinguendo *fair value* e costi, anche a manifestazione differita, che gravano implicitamente o esplicitamente sul cliente;
- eventuale differenziale di quotazione *bid-ask*;
- valore prevedibile di smobilizzo "*dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato*", espresso in termini percentuali rispetto all'importo nominale sottoscritto;
- modalità di smobilizzo "*delle posizioni su singolo prodotto*", descrittive delle modalità e tempi di eventuale rivendita dello strumento;
- confronto con prodotti semplici, noti, liquidi e a basso rischio di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità;
- scenari di rendimento calcolati sulla base di una metodologia coerente con il principio di neutralità al rischio.

²⁸ Cfr. documento "Esiti della Consultazione", pg. 53.

5.2.2 Mercato secondario

Nell'ambito dell'operatività sul mercato secondario si ritiene che talune informazioni, la cui rappresentazione nel mercato primario accresce la consapevolezza del cliente sulle caratteristiche di rischio dei prodotti, non presentino lo stesso grado di valore informativo. Pertanto, il set informativo può essere ridotto alle informazioni rilevanti tipiche della trattazione dello strumento finanziario sul mercato secondario.

5.3 Set informativo ex-ante dei titoli di debito, covered warrants e certificates

5.3.1 Premessa

Di seguito viene declinato il contenuto informativo minimo che si raccomanda di fornire ai clienti nella fase di proposizione delle operazioni di investimento. Oggetto di questa parte delle Linee Guida sono esclusivamente le misure di informativa derivanti dalla Comunicazione.

Le informazioni che compongono il set informativo minimo potranno essere rappresentate all'investitore, come già richiamato, attraverso un eventuale documento sintetico (scheda prodotto), qualora l'intermediario ritenesse utile fornire al cliente le informazioni tramite tale modalità.

Nella valorizzazione dei campi proposti, ciascun intermediario farà riferimento alle proprie politiche di *pricing*.

LINEE GUIDA INTERASSOCIATIVE PER L'APPLICAZIONE DELLE MISURE CONSOB DI LIVELLO 3 IN TEMA DI PRODOTTI FINANZIARI ILLIQUIDI

5.3.2 Set informativo ex-ante dei titoli di debito, covered warrants e certificates

Legenda:

- "N.A.": Non Applicabile
- "=": contenuto analogo a quanto riportato per le obbligazioni strutturate

CAMPO	Obbligazioni Strutturate	Obbligazioni Plain Vanilla	Covered Warrants e Certificates
Scomposizione della struttura del prezzo all'emissione	Indicare la scomposizione in valori percentuali del prezzo all'emissione in: - componente obbligazionaria; - componente derivativa; - commissioni/costi; La somma delle componenti dovrà necessariamente essere pari al 100% dell'esborso finanziario del cliente. Il valore delle componenti verrà calcolato adottando la metodologia di calcolo prevista da ciascun intermediario, analoga a quella utilizzata sul mercato secondario.	Indicare le commissioni se previste	Indicare la scomposizione in valori percentuali del prezzo all'emissione in: - componente derivativa; - commissioni/costi; La somma delle componenti dovrà necessariamente essere pari al 100% dell'esborso finanziario del cliente. Il valore delle componenti verrà calcolato adottando la metodologia di calcolo prevista da ciascun intermediario, analoga a quella utilizzata sul mercato secondario.
Valore prevedibile di smobilizzo al termine del collocamento	Indicare: valore percentuale, non superiore all'esborso finanziario diminuito delle commissioni/costi esplicitate nel punto precedente, salvo eventuali condizioni migliorative che l'intermediario voglia applicare a vantaggio del cliente. Sul secondario si potrà indicare, a discrezione dell'intermediario, il prezzo denaro oppure lo <i>spread</i> denaro/lettera.	=	=
Quotazione/Ne goziazione Mercato Secondario	Indicare la <i>trading venue</i> su cui verranno inviati gli ordini di smobilizzo.	=	=
Modalità di smobilizzo	Indicare una descrizione delle modalità e dei tempi per lo smobilizzo, con esplicita indicazione in caso la possibilità di smobilizzo sia costituita pressoché unicamente dalle proposte effettuate dallo stesso intermediario emittente ovvero da altre entità del medesimo gruppo dell'intermediario.	=	=
Eventuale differenziale di quotazione <i>bid-ask</i>	Se disponibili, indicare gli <i>spread</i> medi registrati sulla <i>trading venue</i> prevista per la negoziazione sul secondario; in alternativa può essere fornita una	=	=

**LINEE GUIDA INTERASSOCIATIVE PER L'APPLICAZIONE DELLE MISURE CONSOB
DI LIVELLO 3 IN TEMA DI PRODOTTI FINANZIARI ILLIQUIDI**

	descrizione sintetica delle modalità di determinazione degli <i>spread</i> che l'intermediario applica.		
Confronto con i prodotti simili	Confronto con prodotti semplici, noti, liquidi e a basso rischio di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità.	=	N.A.
Scenari di rendimento (1)	Per i soli titoli a struttura complessa riportare gli scenari di rendimento calcolati sulla base di una metodologia coerente con il principio di neutralità al rischio, ed elaborati secondo "metodologie oggettive", indicando in un apposito <i>disclaimer</i> che la validità delle simulazioni effettuate deve intendersi limitata al momento in cui esse vengono effettuate.	N.A.	=

(1) campo previsto per i soli titoli a "struttura complessa". Viene di seguito riportata, a titolo esemplificativo e non esaustivo, un elenco di tipologie di *payoff* relativi a strumenti "a struttura non complessa" (questi strumenti sono considerati tali anche in presenza di, al più, una opzione *call/put*): Tasso Fisso; Tasso Fisso crescente; Tasso Fisso decrescente; Tasso Variabile (anche indicizzato all'inflazione); Tasso Variabile con cap e/o floor; Zero Coupon; Subordinate, Tasso Misto.

5.4 Set informativo ex-ante dei derivati OTC

5.4.1 Premessa

Le raccomandazioni e indicazioni di trasparenza contenute nella Comunicazione devono essere interpretate dagli operatori avendo ben presenti le specificità del prodotto considerato. In particolare, l'offerta ai clienti di un prodotto derivato OTC avviene in un contesto relazionale e con modalità di negoziazione che risultano peculiari rispetto ad altri prodotti finanziari. Gli intermediari possono concretamente adempiere i propri doveri di trasparenza verso il cliente utilizzando varie forme di documentazione, in conformità con le procedure interne e con l'organizzazione del processo di vendita.

Qui di seguito si propone un set di informazioni standard utili a fornire al cliente adeguata trasparenza sul prodotto derivato OTC, che ciascun intermediario potrà articolare e organizzare liberamente secondo le proprie scelte operative.

5.4.2 Informazioni generali sul prodotto

L'intermediario potrà fornire preventivamente al cliente una serie di informazioni generali per ciascuna tipologia di prodotto derivato OTC offerto alla clientela, con l'obiettivo di assicurare la chiara comprensione della funzione del prodotto, del suo funzionamento, degli effetti finanziari conseguenti alla stipula di un'operazione e dei rischi conseguenti in capo al cliente. Tali informazioni saranno di carattere statico, relative ad una operazione "tipo" e saranno aggiornate periodicamente.

L'illustrazione al cliente di questi elementi conoscitivi potrà essere accompagnata da esemplificazioni che consentano di comprendere e valutare concretamente il prodotto. Il complesso di informazioni potrà essere contenuto in un documento sintetico (scheda prodotto o "fact sheet").

La lista di elementi conoscitivi che potrebbero essere contenuti nella scheda prodotto non ha pretese di esaustività e tiene ferma la possibilità di fornire le relative informazioni, in tutto o in parte, in un unico documento come anche con una pluralità di documentazioni:

**LINEE GUIDA INTERASSOCIATIVE PER L'APPLICAZIONE DELLE MISURE CONSOB
DI LIVELLO 3 IN TEMA DI PRODOTTI FINANZIARI ILLIQUIDI**

CAMPO	DESCRIZIONE
Denominazione del prodotto	Es: Interest Rate Swap, Interest Rate Collar, etc.
Descrizione	Descrizione sintetica del prodotto, diritti/obblighi delle parti (ad es., per un derivato OTC su tassi di interesse: modalità di determinazione del flusso di interessi pagato dal cliente e dall'intermediario).
Funzione (o Finalità, Obiettivi, ecc.)	Descrizione degli obiettivi che il cliente può perseguire attraverso lo strumento.
Termini esemplificativi di un'operazione	Descrizione degli elementi che costituiscono la struttura-tipo del prodotto (ad es., per un derivato OTC su tassi di interesse: definizione di Importo di Riferimento, Periodi di Interesse, Tasso o Importo Banca, Tasso o Importo Cliente, Base di calcolo, ecc.).
Informazioni fornite a fini valutativi	Informazioni utili ad apprezzare il profilo finanziario del prodotto. Ad es. gli intermediari potranno inserire l'andamento storico dei parametri di mercato (es.: grafico dell'Euribor), illustrazioni del pay-off a scadenza (es: mediante grafici), esemplificazioni sui risultati di una generica operazione rispetto a determinate ipotesi di scenario (adoperando movimenti paralleli di curva o approcci neutrali al rischio), ecc.
Rischi specifici del prodotto	Descrizione dei rischi finanziari per il cliente ogni intermediario sceglierà autonomamente come rappresentare al cliente i rischi del prodotto (ad es. attraverso misure finanziarie, classificazioni o coefficienti interni di rischio, descrizione delle condizioni che determinano per il cliente risultati finanziari negativi, ecc.).

5.4.3 Informazioni specifiche sull'operazione e *disclosure* sul pricing

Qualora un cliente al dettaglio intenda perfezionare un'operazione in derivati OTC relativa ad un prodotto (dopo aver acquisito il set di informazioni generali sul prodotto in oggetto), l'intermediario fornirà al cliente determinate informazioni in merito all'operazione e alla *disclosure* sul *pricing*:

CAMPO	DESCRIZIONE
Termini specifici e condizioni economiche	Indicazione completa delle condizioni applicate all'operazione (ad es., Importo di Riferimento, Periodi di Interesse, Tassi, etc.).
Fair Value	Valore teorico di <i>mid-market</i> dell'operazione come risultante dai modelli di <i>pricing</i> dell'intermediario.
Costi di hedging	Costi sostenuti per la gestione del rischio di mercato dell'operazione.
Mark-up	Costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell'intermediario.
Valore di smobilizzo	Nell'istante immediatamente successivo è pari al <i>mark to market</i> dell'operazione (incluso il <i>mark up</i> commerciale) più i costi di <i>hedging</i> .
Modalità di smobilizzo	Evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione, dei conseguenti effetti in termini di costi, dei tempi di esecuzione della liquidazione e che l'unica fonte di liquidità è l'intermediario stesso.
Rendicontazione	<p>Nella fase successiva alla negoziazione, gli intermediari forniranno periodicamente un'informativa al cliente al dettaglio sulle posizioni in derivati OTC in essere.</p> <p>Nell'informativa saranno inclusi i dati sintetici di ciascuna operazione (ad es. l'importo di riferimento e la data di scadenza finale) e il <i>mark-to-market/fair value</i>.</p> <p>Per quanto riguarda il presumibile "valore di smobilizzo" dell'operazione, gli intermediari potranno indicare esplicitamente un valore puntuale nel documento di rendicontazione oppure fornire informazioni in merito alle modalità di determinazione del "valore di smobilizzo" (tali informazioni potranno essere accluse allo stesso documento di rendicontazione oppure fornite in altra sede, ad esempio all'interno della documentazione contrattuale o nella scheda prodotto).</p>

5.5 Trasparenza ex-post - rendicontazione periodica

5.5.1 Premessa

Tra le raccomandazioni espresse nella Comunicazione, il punto 1.7 prevede l'obbligo per gli intermediari di fornire alla clientela che detiene in posizione prodotti cosiddetti 'illiquidi' una rendicontazione periodica: *"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 è necessario che nel set informativo periodicamente inviato sia chiaramente esplicitato il fair value del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo"*.

Nel documento "Esiti della consultazione" si esplicita inoltre che gli obblighi di rendicontazione non si applicano a prodotti assicurativi.

Il medesimo documento "Esiti di consultazione" (pag. 53) consente altresì di individuare il soggetto obbligato a fornire le informazioni sul *fair value* e sul valore di smobilizzo dei prodotti in sede di rendicontazione periodica nell' "intermediario che consente, per suo mezzo, alla propria clientela di entrare in possesso di prodotti illiquidi", ponendo l'accento sull'iniziativa intrapresa dall'intermediario, il quale deve con la rendicontazione "accompagnare la relazione con il cliente".

5.5.2 Frequenza

La Comunicazione non dichiara specifici vincoli temporali per la redazione dei documenti di rendicontazione, e negli "Esiti della consultazione" viene precisato che *"sarà oggetto di auspicabile ma autonoma valutazione dell'intermediario la possibilità di fornire alla clientela informazioni consuntive sui prodotti illiquidi con una periodicità più ravvicinata di quella richiesta in via generale dalla normativa"*.

Si ritiene pertanto opportuno che ogni intermediario decida e dichiari nelle proprie *policies* interne le frequenze che riterrà più adeguate.

5.5.3 Contenuti

La CONSOB prescrive di esplicitare nel documento di rendicontazione un set di informazioni di dettaglio dello strumento detenuto dal cliente, ed in particolare di esplicitare il **fair value** ed il **"presumibile valore di realizzo"** dello strumento. Con riferimento a quest'ultimo elemento, negli "Esiti della consultazione" si chiarisce che *"è opportuno che nei rendiconti sia indicato quale valore di smobilizzo il livello della quotazione denaro, al lordo di eventuali commissioni che sarebbero pagate dal cliente in sede di effettiva negoziazione"*.

Viene precisato inoltre che: *"è naturale che la funzione della rendicontazione non possa essere quella di contenere proposte irrevocabili di acquisto del prodotto da parte dell'intermediario al valore di smobilizzo indicato nei rendiconti, [...]. I rendiconti contengono esclusivamente elementi informativi affidabili atti a consentire al cliente di svolgere valutazioni sull'andamento dei propri investimenti con cadenza periodica. Le condizioni di mercato possono determinare oscillazioni dei prezzi tali da far variare, anche repentinamente, i valori di smobilizzo senza che vi possa essere nelle rendicontazioni alcuna garanzia di prezzo"*.

Pertanto è importante sottolineare che l'informazione di *bid price* sarà necessariamente indicativa, in quanto strettamente dipendente dalle condizioni di mercato.

Il set informativo minimo²⁹ riportato nel documento, con le specifiche espresse, sarà pertanto costituito da:

- *Fair value* (riportando il valore relativo alla data di redazione del rendiconto, al fine di *"consentire al cliente di svolgere valutazioni sull'andamento dei propri investimenti"*³⁰);
- Valore di realizzo (riportando il valore relativo alla data di redazione del rendiconto, al fine di *"consentire al cliente di svolgere valutazioni sull'andamento dei propri investimenti"*³¹).

5.5.4 Modalità di applicazione delle misure di trasparenza nell'ambito delle operazioni pregresse con la clientela al dettaglio.

In merito alle possibili modalità di applicazione delle misure di trasparenza relativamente alle operazioni con clientela al dettaglio stipulate dall'intermediario prima della Comunicazione in oggetto, si ritiene possibile un adeguamento strutturato in fasi successive, per consentire agli intermediari di poter organizzare e mitigare gli impatti di tale attività.

²⁹ Si rimette alla discrezionalità del singolo intermediario l'eventuale inserimento di informazioni aggiuntive.

³⁰ Cfr. documento "Esiti della consultazione" pg 53.

³¹ Cfr. documento "Esiti della consultazione" pg 53.

Capitolo 6 - Tempistica per aggiornamenti procedurali

Gli intermediari sono tenuti ad aggiornare le proprie procedure al fine di adeguarsi, nel più breve termine ragionevolmente necessario, ai principi ed ai criteri stabiliti dalla Comunicazione.

A tal fine gli intermediari adottano le soluzioni organizzative, procedurali, informatiche e contrattuali, prevedendo anche un approccio modulare a *step* incrementali nelle implementazioni stesse, coerenti con la natura, le caratteristiche e le dimensioni della propria operatività.

Le soluzioni prospettate, da attuarsi entro un ragionevole lasso temporale, rispondono ad un piano di attuazione assunto che contempli le cautele e gli accorgimenti da applicare nell'immediato.

COMUNICAZIONE N. 9019104 DEL 2 MARZO 2009

LIVELLO 3 – REGOLAMENTO INTERMEDIARI

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

PREMESSA

Le transazioni finanziarie

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

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

Il ruolo dell'intermediario

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

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

IL CONTESTO DI MERCATO

I driver del mercato

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

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

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

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

*I recenti
sviluppi*

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

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

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

IL CONTESTO GIURIDICO

*Le regole di
condotta ed i
principi
generali*

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

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

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

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

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

*Il nuovo
approccio
normativo...*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'esigenza di

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

una
convergenza
sostanziale

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

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

Ambito di
applicazione

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

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

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

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

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

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

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

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

*Le linee di
"livello 3"*

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

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

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

*Cautele nella
politica
commerciale*

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

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

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

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

In particolare:

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

gli incentivi criteri non contrapposti al miglior interesse del cliente.

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

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

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

1. Misure di trasparenza

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

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

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

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

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

Confronti

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

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

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

Rendicontazione

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

2. Presidi di correttezza in relazione alle modalità di pricing

Il prezzo fair

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

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

L'oggettività del processo

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

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

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

La graduatoria dell'offerta e gli strumenti illiquidi

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

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

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

Appropriatezza

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

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

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

Contenuto della consulenza

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

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

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

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

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

Adeguatezza

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AGGIORNAMENTI PROCEDURALI

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

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia

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

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

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

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

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