

Intermediari e clienti. Gli istituti devono operare in modo equo e trasparente nella vendita di prodotti illiquidi

Paletti Consob agli swap capestro

Richiamata l'attenzione sui costi impliciti. Alcuni dubbi dei consulenti

L'intento è quello di non ripetere gli errori del passato. Sui derivati Otc (*over the counter*) venduti dalle banche alla clientela, quelli che per intenderci hanno creato molti danni e dato "vita" ormai da due anni alla rubrica «Derivati chiari», la Consob ha messo dei paletti con la comunicazione 9019104 del 2 marzo scorso sulla quale si registra il plauso dei consulenti indipendenti i quali sottolineano comunque alcune lacune.

Il provvedimento dell'Authority ruota, in estrema sintesi, su quattro obblighi che l'intermediario dovrebbe rispettare nella vendita di *swap*:
 1) operare nell'interesse del cliente (*best execution*) anche nel caso di attività di negoziazione in conto proprio;
 2) agire in modo onesto equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti;
 3) trasparenza nelle operazioni di investimento aventi a oggetto prodotti illiquidi sia prima, sia dopo la conclusione del contratto;
 4) valutare l'adeguatezza o l'appropriatezza dell'investimento alle caratteristiche del cliente.

«Sui prodotti Otc complessi è molto importante la scelta della Consob - spiega Nicola Benini di Ifa consul-

ting - sulla scomposizione (*unbundling*) delle componenti del costo sostenuto dall'investitore: non più costi "impliciti" ma separata indicazione del "fair value" di mercato con separata indicazione della componente derivativa e costi anche a manifestazione differita».

Fin qui uno degli aspetti finanziari positivi. Vista la questione sotto l'occhio giuridico, però, «non vorrei - spiega l'avvocato Pierluigi Fadel - che quanto scritto nella comunicazione della Consob si traduca nei fatti solo in un bel proclama e nulla di più. Questo perché le regole di condotta alle quali l'intermediario doveva e deve ispirarsi esistono, sia nell'obbligo di diligenza contrattuale, sia nella norma di settore (articolo 21 Tuf). Il problema - continua Fadel -, allora, non è la norma in sé ma il fatto che spesso la stessa venga violata trincerandosi, magari, dietro una semplice dichiarazione di essere operatore qualificato, di cui non si era capito il senso, che ha però deresponsabilizzato l'intermediario bancario, il quale oggi può trincerarsi dietro tale dichiarazione con ogni conseguenza di legge a sé favorevole che gli consente la collocazione di strumenti inadeguati, inefficaci e assolutamente inutili per il proprio cliente e che si sono per di più rivelati anche molto onerosi».



I doveri previsti dalla Consob per gli intermediari sono giudicati condivisibili anche da Giampaolo Galiasso, della società di consulenza indipendente Tiche. «Ma perché - si chiede - limitare questi dove-

ri alla sola clientela "al dettaglio"? Le procedure richieste agli intermediari, che per lo più verranno automatizzate e standardizzate, non richiederebbero costi ulteriori nel caso di applicazione a tutti gli operatori ed eviterebbero, nel caso dei derivati alle imprese, di potersi applicare a un modesto 8% del totale, contro il 92% che risulta essere "operatore qualificato". Un po' di informazione in più ai clienti, dunque, non farebbe male ed eviterebbe eventuali passaggi "involontari" dalla categoria "al dettaglio" alle altre, quelle meno tutelate.

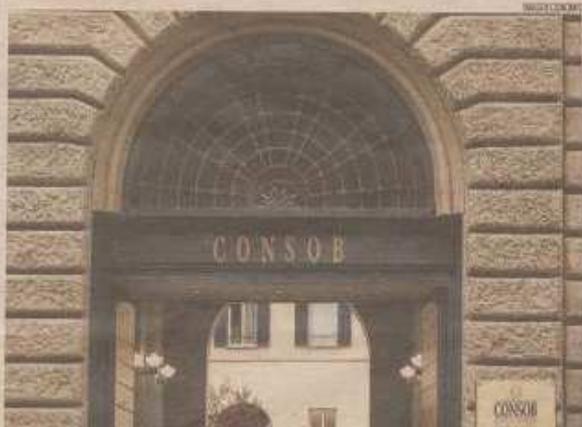
«Il provvedimento Consob - spiega Giuseppe Romano, direttore ufficio studi *Consultique* - è positivo in quanto colma lacune normative che hanno permesso la vendita "selvaggia" e spesso impunita di derivati Otc da parte degli intermediari alle aziende ed enti locali. Più problematico - avverte Romano - risulta la giusta determinazione del grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente in merito a questi strumenti. L'altro aspetto di criticità è che per avere maggiore trasparenza e tutela, l'azienda o l'ente locale dovrà farsi trattare come un cliente al dettaglio e non è detto che tutti lo faranno».

Marcello Frisone

m.frisone@ilssole24ore.com

Per cercare di capirne di più inviate il vostro contratto derivato (o la vostra obbligazione strutturata) in formato Pdf all'indirizzo e-mail: plus@ilssole24ore.com. Nell'oggetto riportare la dicitura «Derivati chiari» e il nome dell'azienda, del Comune o dell'investitore.

LE AREE CRITICHE



Commissione nazionale per le società e la Borsa. La sede di Milano

La premessa della Consob

«L'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative, amplificate quando l'investimento avviene in mercati Otc. La clientela "al dettaglio" si trova così a dover riporre massima fiducia nell'intermediario perché non è in grado di giudicare la congruità della transazione proposta.

dovere di comportarsi con correttezza in sede di distribuzione di titoli illiquidi 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.

La trasparenza

«Fondamentale sarà la trasparenza sia prima sia dopo la conclusione dei contratti e l'indicazione precisa dei costi, anche a manifestazione differita, che gravano sul cliente, oltre al "fair value" o valore corretto della posizione. A questo fine anche confronti con prodotti più semplici potranno essere utili. La rendicontazione periodica dovrà contenere informazioni dettagliate.

Pricing

«Andranno istituiti presidi di correttezza in relazione alle modalità del prezzo dei prodotti: il processo dovrà essere oggettivo, in particolare con riferimento al "mark up" (margin) applicati. La valutazione di appropriatezza delle operazioni proposte dovrà essere raffrontata al grado di conoscenza finanziaria e all'esperienza del cliente.

Adeguatezza

«È importante la valutazione di adeguatezza del prodotto illiquido in relazione ai bisogni del cliente. In questa valutazione, poi, particolare peso andrà dato al periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento.

Il contesto di mercato

«Gli operatori "retail" tendono a percepire a basso rischio prodotti a elevato pericolo liquidità/liquidabilità. L'offerta commerciale potrebbe essere quindi indotta a preferire questi prodotti in funzione della loro redditività (per i collocatori). Da qui il rischio che gli interessi dei clienti e la fiducia nel sistema finanziario possano essere subordinati a quelli dei collocatori.

Il contesto giuridico

«Le regole di condotta puntano a evitare il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei soggetti "informati" a scapito dei clienti. L'attività di intermediazione tratteggiata dalla Mifid assume così i contorni di un servizio svolto nell'interesse del cliente. È richiesto di conseguenza un significativo cambiamento del modello relazionale intermediario-cliente, con il passaggio da una logica incentrata sullo specifico "prodotto" commercializzato a una logica incentrata sul "servizio" reso al cliente.

Le linee di livello 3

«L'intermediario, in particolare, ha il