

**LA CONSOB E IL RISPARMIO**

**Rendiconti più trasparenti su bond e derivati in portafoglio**

di **Riccardo Sabbatini**

**P**iù trasparenza negli "illiquidi". La Consob ha chiesto maggiori informazioni alla clientela da parte degli intermediari nella distribuzione di quei prodotti finanziari (obbligazioni bancarie, polizze finanziarie, derivati) presenti nei portafogli delle famiglie italiane e soggetti, appunto, a uno

specifico rischio di liquidità. Concludendo una consultazione avviata nel maggio del 2008, la commissione di vigilanza ha anche fornito agli intermediari l'interpretazione delle regole di condotta del nuovo sistema normativo di derivazione comunitaria (Mifid).

Servizio ▶ pagina 35

**Banche.** L'Authority impone agli intermediari finanziari più «correttezza e trasparenza» sulla vendita di prodotti illiquidi

**Consob, svolta su derivati e bond**

Varate regole più stringenti sul collocamento al retail di obbligazioni e polizze

**IL PRESSING DI CARDIA**

La Commissione ha diffuso il documento conclusivo di una ricognizione avviata nel maggio dello scorso anno con tutti gli operatori

**Riccardo Sabbatini**

La Consob indica agli intermediari norme più rigide (di trasparenza e di comportamento) per il collocamento al pubblico di obbligazioni bancarie, di polizze assicurative finanziarie, di derivati negoziati fuori mercato e, più in generale, di tutti i prodotti illiquidi.

L'autorità di vigilanza ha ieri diffuso il documento conclusivo di una consultazione avviata nel maggio dello scorso anno. Rispetto al testo iniziale la commissione ha ammorbidito in più punti gli impegni richiesti agli intermediari (che avevano espresso non poche critiche nel corso della pubblica discussione) ma ha confermato il suo orientamento volto ad ottenere presidi più stringenti sulla vendita di prodotti in cui gli investitori al dettaglio assumono, appunto, uno specifico rischio di illiquidità. A fronte dell'inaridirsi del mercato - ciò che nell'ultimo anno si è verificato a più riprese per molti strumenti finanziari - corrono cioè il rischio di non poter disinvestire le loro posizioni se non

subendo forti perdite. Per quanto riguarda le norme di trasparenza il documento della Consob ha la valenza di una raccomandazione mentre per le norme di comportamento, l'authority indica agli intermediari - sono soprattutto le banche - l'interpretazione "corretta" delle norme attualmente in vigore (quelle della direttiva Mifid sui servizi d'investimento).

Al fine di assicurare un'efficace disclosure, la Consob raccomanda innanzitutto di effettuare la scomposizione delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso sostenuto dall'investitore «distinguendo fair value (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi, anche a manifestazione differita, che gravano sul cliente». Non solo. Gli intermediari debbono fornire alle loro controparti anche l'indicazione dell'eventuale «valore di smobilizzo», nell'ipotesi che il riacquisto avvenga «nell'istante immediatamente successivo alla transazione» ed in una «situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

Gli intermediari debbono inserire, nella documentazione consegnata agli investitori, anche «confronti con prodotti semplici, noti, liquidi e a basso rischio». Sugerendo il paragone con un titolo di stato (il più tipico investimento free risk), l'au-

thority di controllo intende insomma far sì che i risparmiatori possano apprezzare se i prodotti illiquidi che si apprestano ad acquistare sono effettivamente così convenienti. Al riguardo occorre ricordare che, nelle analisi svolte in passato sul mercato dei bond bancari, la commissione di vigilanza ha notato a più riprese che quelle obbligazioni molto spesso si dimostrano meno profittevoli di un Bot o di un Btp. Infine «è utile» - suggerisce ancora l'authority - che gli intermediari producano anche le risultanze di «analisi di scenario dei rendimenti». Nella prima versione del documento questo indirizzo aveva la forma di una prescrizione vincolante.

Quanto alle regole di comportamento, alle banche viene soprattutto richiesto di accertarsi che i clienti «comprendano gli specifici profili di rischio» dei titoli illiquidi. Nel verificare la «adeguatezza» del prodotto finanziario - ciò che è obbligatorio ogni qualvolta viene prestato anche un servizio di consulenza - l'intermediario deve soprattutto accertare che vi sia una corrispondenza con lo stile d'investimento del cliente, giudicando pertanto «inadeguate tutte le operazioni in cui la clientela abbia dichiarato un orizzonte d'investimento inferiore alla durata "anagrafica" del prodotto». Nella valutazione dell'adeguatezza,

infine, devono anche essere tenuti in conto anche eventuali «prodotti succedanei nel portafoglio prodotti dell'intermediario» che presentino una differente onerosità.

Nel corso della consultazione sul documento della Consob ciò che è soprattutto cambiato è il "target" di trasparenza posto dal regulator. Nel primo documento, in più punti, era sembrato che la commissione ponesse l'obiettivo di rendere consapevoli gli investitori della intrinseca realtà dei prodotti illiquidi e strutturati, compresi i meccanismi utilizzati dagli intermediari per fissarne il prezzo e che spesso si ba-



sano su complesse formule di matematica finanziaria. In linea con le norme della Mifid, nel documento finale la commissione ha circoscritto la finalità della trasparenza alla conoscenza del "rischio dell'investimento". Un obiettivo più circoscritto, ma anche più praticabile.

#### **IL PROVVEDIMENTO**

##### **Strumenti sotto esame**

■ La Consob ha chiesto agli intermediari maggiore trasparenza nel collocamento al pubblico di bond bancari, polizze assicurative finanziarie, derivati negoziati fuori mercato e di tutti i prodotti illiquidi

##### **I titoli illiquidi**

■ La Consob ha indicato in particolare misure più severe sulla vendita di prodotti in cui gli investitori al dettaglio assumono uno specifico rischio di illiquidità

##### **La nuova trasparenza**

■ Al fine di assicurare un'efficace disclosure, l'Autorità ha chiesto di effettuare la scomposizione delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso sostenuto dall'investitore «distinguendo fair value e costi che gravano sul cliente»