



Spett.le CONSOB  
Divisione Intermediari  
Via Broletto, 7  
20121 MILANO

Milano, 27 giugno 2008

Anticipata a mezzo posta elettronica

**Oggetto: Documento di consultazione relativo al Dovero dell'Intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi**

Nel rispondere all'invito di codesta rispettabile Commissione a formulare osservazioni sul documento di consultazione in oggetto, Italian CFA Society<sup>1</sup>, Associazione Italiana che raggruppa i professionisti della finanza, intende anzitutto ringraziare per l'opportunità offerta.

Cogliamo l'occasione per esprimere vivo apprezzamento per il lavoro svolto dalla Commissione nella predisposizione del suddetto documento e per l'elaborazione di una disciplina unitaria ed organica volta alla realizzazione del c.d. *level playing field* dei prodotti aventi contenuto finanziario "equivalente".

Riteniamo che l'estensione dei principi stabiliti dalla MiFID per la prestazione dei servizi di investimento alla distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi sia un fattore determinante affinché l'attività di intermediazione mobiliare assuma i contorni di un servizio svolto nell'interesse del cliente e venga realizzato in condizioni di piena tutela dello stesso.

---

<sup>1</sup> **Italian CFA Society (ICFAS)** presente in Italia dal 1999, è l'associazione senza scopo di lucro che raggruppa i professionisti che operano nel campo finanziario e che hanno scelto di condividere rigorosi standard di integrità, formazione ed eccellenza professionale. Tutti gli associati aderiscono al **Code of Ethics and Standards of Professional Conduct**, il codice di deontologia professionale promosso da CFA Institute. La maggior parte dei soci ha conseguito la qualifica di CFA® (Chartered Financial Analyst®), certificazione riconosciuta a livello internazionale quale gold standard di eccellenza professionale.

L'Associazione è affiliata **CFA Institute**, prestigiosa associazione che opera a livello internazionale al fine di sensibilizzare la comunità finanziaria sull'importanza di definire e sviluppare standard rigorosi di formazione, integrità ed eccellenza professionale.

CFA Institute amministra, a livello internazionale, i curricula e gli esami dei programmi educativi Chartered Financial Analyst® (CFA) e Certificate in Investment Performance Measurement® (CIPM). L'associazione promuove programmi di aggiornamento professionale e pubblicazioni quali il *Financial Analyst Journal*.

Attraverso il **CFA Centre for Financial Market Integrity** prende posizioni sulle principali tematiche dei mercati dei capitali, sviluppa standard di condotta e codici di auto-disciplina al fine di promuovere i più elevati standard etici e professionali nella comunità finanziaria internazionale.

CFA Institute ha da poco celebrato il 60° anniversario dalla fondazione e attualmente è raggruppa 92,000 associati, presenti in 133 paesi del mondo.

Per ulteriori informazioni si vedano anche i siti [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org) e [www.italiancfasociety.it](http://www.italiancfasociety.it).



Riteniamo altresì fondamentale che le misure volte a garantire la tutela del cliente, nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, siano orientate alla definizione e alla applicazione di *standard* di trasparenza in fase pre-contrattuale e di rendicontazione post-contrattuale.

## **1. Misure di trasparenza**

Italian CFA Society è concorde nel ritenere indispensabile l'assicurazione di uno standard di informazione e trasparenza pre-contrattuale al cliente, dinanzi a forme di investimento caratterizzate da una notevole complessità valutativa e da una mancanza o debolezza di forme di mercato secondarie che ne garantiscano la *price discovery* e lo smobilizzo delle posizioni.

A tal fine, concordiamo con la disposizione che impone all'intermediario di esplicitare al cliente in maniera chiaramente separata, il *fair value* e qualsiasi tipologia di onere associato alla transazione, anche a manifestazione differita.

A tal riguardo, riteniamo indispensabile che l'intermediario illustri al cliente le condizioni di liquidità per la dismissione dell'investimento sul mercato secondario del prodotto, con una chiara indicazione di tempistica e delle controparti disponibili, e gli eventuali impatti sul reale valore di smobilizzo delle posizioni.

In aggiunta a quanto già previsto nel documento in consultazione, riteniamo altresì indispensabile la *disclosure* al cliente del *risk profile* associato all'investimento con indicazione dei possibili scenari di andamento futuro del valore dello strumento finanziario, con esplicita indicazione dei parametri utilizzati nel modello valutativo, utilizzato nella determinazione del prezzo teorico, e delle ipotesi sugli stessi.

## **2. Presidi di correttezza**

Italian CFA Society adotta pienamente, facendosene promotore, il principio del *fair value* nella valutazione degli strumenti finanziari. Quale cardine dell'intero processo, siamo concordi con il principio, sostenuto nel documento oggetto di consultazione, di una convergenza, verso un unico valore di *fair value*, delle tecniche di *pricing* adottate per la determinazione del prezzo proposto alla clientela, delle valutazioni, in sede di bilancio, degli strumenti finanziari detenuti e dei modelli predisposti per il monitoraggio del rischio di portafoglio dei titoli di proprietà.

Con riferimento alla ricerca di termini di riferimento esterni vorremmo evidenziare l'importanza dell'esistenza di un modello di *pricing* validato, per la definizione del prezzo teorico, per ciascuno strumento offerto alla clientela. In alcuni casi, la metodologia della somma delle parti potrebbe non rivelarsi la più idonea per la determinazione del *fair value* dello strumento finanziario.

Riteniamo, inoltre, che l'analisi di termini di riferimento esterni dovrebbe focalizzarsi sulla verifica della congruità dei parametri utilizzati nel modello stesso, oltre che sulla ricerca di quotazioni di altri *dealer* o *interdealer broker*. I criteri relativi alla tempistica e le modalità di revisione dei parametri impiegati nel modello ai fini delle valutazioni, dovrebbero, inoltre, essere codificati e inclusi nelle procedure aziendali.



**3. Graduatoria dell'offerta e tutela del cliente;**  
**verifica dell'adeguatezza/ appropriatezza degli investimenti**

In relazione al principio di appropriatezza, Italian CFA Society concorda con il principio di ritenere non idoneo il collocamento di prodotti il cui profilo di rischio, e le relative implicazioni in termini di *performance*, non possano essere comprese dal cliente, dato il suo livello di esperienza e di conoscenze finanziarie.

A tal fine riteniamo che l'intermediario debba approntare procedure che assicurino che gli addetti alla relazione con la clientela procedano all'effettiva valutazione dell'adeguatezza del prodotto illiquido in relazione: (i) alla capacità di comprensione del profilo di rischio associato al prodotto, (ii) ai possibili scenari negativi in termini di valutazione e la capacità di loro assorbimento da parte del patrimonio dello stesso e (iii) gli obiettivi di rendimento esplicitati.

Data la complessità degli strumenti, riteniamo che possano sussistere difficoltà oggettive nella determinazione di prodotti succedanei che possiedano esattamente le medesime caratteristiche in termini di profilo rischio-rendimento per il cliente. In tali casi, il confronto sulla onerosità dei prodotti, pur essendo un fattore da tenere in considerazione nell'espressione del consiglio, non si può configurare come un fattore vincolante della raccomandazione.

\* \* \*

Ringraziando per l'opportunità di prendere parte a codesta consultazione, cogliamo l'occasione per porgere i più cordiali saluti.

Barbara Valbuzzi, CFA  
Presidente  
Italian CFA Society