

## Comunicazione n. DEM/69397 del 19-9-2000

inviata all' ...

Oggetto: **Obblighi derivanti dalle modifiche apportate dalla delibera Consob n. 12409 del 1<sup>^</sup> marzo 2000 #<sup>1</sup> agli artt. 28, comma 3, e 30, comma 2, lett. e), del regolamento n. 11522/1998 #<sup>2</sup>**

Si fa riferimento alle note ..., relative agli argomenti indicati in oggetto.

In particolare, con la lettera del ..., ha formulato alcune osservazioni e chiesto una serie di chiarimenti in merito all'applicazione degli artt. 28 comma 3, e 30, comma 2, lett. e), reg. n. 11522/1998, come modificato dalla delibera n. 12409/2000;

(...omissis...)

Con riguardo alla richiesta in ordine alle modalità di applicazione degli articoli in oggetto in caso di operazioni riguardanti *covered warrant*, si invia in allegato una nota tecnica che fornisce i richiesti chiarimenti.

(...omissis...)

IL PRESIDENTE  
*Luigi Spaventa*

---

<sup>1</sup> Pubblicata nel Bollettino Consob n. 3/2000 ed, altresì, nella *Gazzetta Ufficiale della Repubblica* n. 58 del 10.3.2000.

<sup>2</sup> La delibera e l'annesso regolamento sono pubblicati nel S.O. n. 125 alla *Gazzetta Ufficiale della Repubblica* n. 165 del 17.7.1998 ed, altresì, in CONSOB, *Bollettino* n. 7/98. La delibera n. 11522 sostituisce la delibera n. 10943 del 30.9.1997 e la delibera n. 10418 del 27.12.1996 e successive modifiche ed integrazioni. Il regolamento 11522/98 è stato successivamente modificato con delibera n. 11745 del 9.12.1998, pubblicata nella *G.U.* n. 297 del 21.12.1998 ed altresì in CONSOB, *Bollettino* n. 12/98; con delibera n. 12409 dell'1.3.2000, pubblicata nella *G.U.* n. 58 del 10.3.2000 ed altresì in CONSOB, *Bollettino* n. 3/2000 e con delibera n. 12498 del 20.4.2000, pubblicata nella *G.U.* n. 100 del 2.5.2000, ed altresì in CONSOB, *Bollettino* n. 4/2000.

## § NOTA TECNICA

... chiede di sapere se sia conforme alla nuova previsione dell'articolo 28, comma 3, del regolamento n. 11522/98, come modificato dalla delibera Consob n. 12409/2000:

1) prevedere, in caso di operazioni aventi ad oggetto *covered warrant*, «l'obbligo che imponga all'intermediario di informare prontamente l'investitore qualora le perdite sul capitale effettivamente investito - e non quindi sui mezzi posti a garanzia - superino il 50% del capitale stesso»;

2) prevedere «che il calcolo della perdita in investimenti in *warrant* sia effettuato sull'importo investito nella singola specie nel titolo e non sui mezzi costituiti a garanzia dell'operazione»;

3) «calcolare, in caso di acquisti ripetuti nel tempo dello stesso *covered warrant*, le perdite superiori al 50% in base al rapporto tra il prezzo corrente di mercato del singolo strumento finanziario ed il prezzo medio ponderato di carico».

Si osserva, preliminarmente, che una risposta a tali quesiti non può prescindere da un breve *excursus* storico delle norme e da una analisi della *ratio* delle disposizioni medesime .

L'articolo 5, comma 3, del regolamento Consob n. 10943/97 #<sup>3</sup>, infatti, aveva previsto a carico degli intermediari autorizzati l'obbligo di informare «prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni». A tale previsione si accompagnava, nel successivo articolo 7, comma 2, lettera f), l'obbligo di specificare nel contratto «... separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati».

Tali disposizioni, a seguito dell'entrata in vigore del decreto legislativo n. 58/1998, venivano mantenute, con ulteriori precisazioni, nel nuovo regolamento Consob n. 11522/98, concernente la disciplina degli intermediari, ed in particolare negli articoli 28, comma 3 e 30, comma 2, lettera e).

Appare chiaro, come evidenziato anche da ..., che la *ratio* sottesa alle due disposizioni è quella di fornire una maggiore tutela dell'investitore, soprattutto con riferimento alla operatività su particolari strumenti finanziari (all'epoca solo quelli derivati) caratterizzata da ampia volatilità e, quindi, da elevata rischiosità per l'investitore medesimo. Tale tutela si realizza sia nella fase contrattuale, con la previsione di specificare separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle suddette operazioni; sia in una fase successiva, prevedendo l'obbligo a carico dell'intermediario di informare prontamente l'investitore in caso di perdite.

In sostanza con tali disposizioni si vuole rendere maggiormente consapevole l'investitore, dandogli la possibilità di specificare, alla stipula del contratto e prima di iniziare ad operare su strumenti finanziari derivati, i mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia, i quali rappresentano una sorta di "capitale di rischio" che l'investitore, appunto, è disposto al massimo a rischiare, salvo eventuali versamenti e prelievi, in questo tipo di operatività particolarmente speculativa. A tale grandezza devono, quindi, essere riferite le perdite che l'intermediario deve comunicare tempestivamente all'investitore, ai sensi dell'articolo 28, comma 3, del regolamento n. 11522/98.

Successivamente, in sede di revisione del regolamento concernente la disciplina degli intermediari (Delibera Consob n. 11522/98), con delibera n. 12409/2000, si è ritenuto opportuno, anche a seguito di numerose richieste di chiarimenti pervenute per le vie brevi, di precisare che la disciplina

---

<sup>3</sup> La delibera e l'annesso regolamento sono pubblicati nel S.O. alla *Gazzetta Ufficiale della Repubblica n. 215 del 18.10.1997* ed, altresì, in *CONSOB, Bollettino n. 9/97*. La delibera n. 10943 sostituisce la delibera n. 8850 del 3.12.1994 e successive modifiche ed integrazioni.

indicata negli articoli 28, comma 3 e 30, comma 2, lettera e), trovasse applicazione anche con riferimento all'operatività in *warrant* (e quindi anche in *covered warrant*).

I *warrant*, infatti, essendo di fatto delle opzioni, sono strumenti caratterizzati da ampia volatilità, che consentono di esercitare un certo "effetto leva", offrendo la possibilità di guadagni esponenziali rischiando solo la quantità di denaro predisposta all'atto dell'operazione.

Al riguardo, come è stato chiarito con comunicazioni Consob n. 98080595 del 14 ottobre 1998 #<sup>4</sup> e n. 98088209 dell'11 novembre 1998 #<sup>5</sup>, una corretta applicazione della disciplina richiede che il "capitale di riferimento" a partire dal quale deve essere calcolata la soglia percentuale del 50% delle perdite deve essere, a norma di regolamento, predefinito ed indicato nel contratto all'atto della sua stipulazione. Nel caso gli investitori decidano di operare su strumenti finanziari derivati e su *warrant* in un momento successivo, il contratto dovrà essere integrato con l'indicazione di tale ammontare.

Inoltre, il rispetto dell'obbligo di comunicazione di cui all'articolo 28, comma 3, del regolamento n. 11522/98 comporta la frequente valorizzazione delle posizioni su tali strumenti ed il calcolo del relativo risultato economico complessivo.

Ciò posto, con riferimento alle considerazioni di carattere operativo, ed in particolare al primo quesito, si precisa che anche in caso di operazioni aventi ad oggetto *covered warrant* il capitale cui fare riferimento per il calcolo delle perdite sarà da identificarsi nei mezzi forniti all'intermediario per l'acquisto dello strumento. Tuttavia, data la particolarità dello strumento, ove tali mezzi si limitassero al controvalore dell'operazione, e quindi al capitale effettivamente investito, la comunicazione sarà dovuta nel momento in cui le perdite sul capitale effettivamente investito superino il 50% del capitale stesso.

Tale modalità di calcolo, si ricorda, è già stata ritenuta ammissibile dalla Commissione con riferimento alle opzioni *over the counter* (O.T.C.), con comunicazioni n. 98080595 del 14 ottobre 1998 e n. 98088209 dell'11 novembre 1998.

Si osserva, tuttavia, che la possibilità di calcolare le perdite secondo le modalità sopra descritte, deve ritenersi esclusa in relazione alle operazioni su strumenti finanziari derivati per i quali è previsto un sistema di margini *mark to market* (confronta sempre le comunicazioni citate).

La suddetta modalità di calcolo, che si basa sul capitale effettivamente investito, comporterebbe, infatti, considerata la particolarità dello strumento che prevede l'accredito o l'addebito di margini di variazione giornalieri, un numero eccessivo di comunicazioni e, quindi una ridondanza di informazioni che non sarebbero di nessuna utilità per l'investitore, generando in lui confusione e vanificando lo spirito della norma.

In questo caso, pertanto, il contratto deve indicare il "capitale di riferimento", specificando l'ammontare dei fondi dedicati all'operatività in strumenti finanziari derivati e, per tale tipologia di contratti, la comunicazione è dovuta una volta che la somma algebrica dei margini accreditati e addebitati, che riflette l'andamento delle posizioni aperte, ha determinato una riduzione del 50% del valore del capitale di riferimento.

Ne deriva, quindi, che la possibilità di considerare come "capitale di riferimento" il capitale effettivamente investito in *covered warrant* è ammissibile solo nel caso in cui l'investitore non sia operativo anche su strumenti derivati per i quali è previsto un sistema di margini *mark to market*. In questo caso bisogna fare riferimento, come detto sopra, al capitale di riferimento specificato nel contratto.

Valorizzando tutte le posizioni su strumenti finanziari derivati e sui *covered warrant* detenute dall'investitore, l'intermediario è in grado, in qualsiasi momento, di conoscere il valor e della

---

<sup>4</sup> Pubblicata nel Bollettino CONSOB del mese di riferimento.

<sup>5</sup> Pubblicata nel Bollettino CONSOB del mese di riferimento.

posizione complessiva del cliente e, di conseguenza, di effettuare la prescritta comunicazione, ai sensi dell'articolo 28, comma 3, quando la posizione complessiva del cliente su tali strumenti abbia prodotto una perdita superiore al 50% dei mezzi costituiti per l'esecuzione delle suddette operazioni.

Tuttavia, stabilita la regola generale, si ritiene ammissibile, per le operazioni aventi ad oggetto *covered warrant*, fare riferimento al capitale effettivamente investito, qualora l'investitore abbia espressamente richiesto all'intermediario di distinguere sul piano informativo l'operatività su *covered warrant* da quella sugli strumenti finanziari derivati e tale richiesta sia compatibile con le procedure informatiche dell'intermediario stesso. Tale richiesta, inoltre, comporterà necessariamente la determinazione di due distinti "capitali di riferimento".

Considerato possibile, in alcuni casi, per effettuare la comunicazione delle perdite su *covered warrant*, ai sensi dell'articolo 28, comma 3, fare riferimento al capitale effettivamente investito su tale strumento, si ritiene opportuno fornire ulteriori chiarimenti, anche in merito alla corretta applicazione delle disposizioni in oggetto citate.

In particolare, si precisa che ove i mezzi costituiti dall'investitore per l'esecuzione delle operazioni su *covered warrant* si limitassero al controvalore dell'operazione, tale "capitale di riferimento" deve essere ugualmente indicato nel contratto. Si sottolinea altresì, che qualora l'ammontare dei mezzi non sia specificato, ma sia determinato soltanto indirettamente facendo un generico riferimento al capitale effettivamente investito dal cliente, ogni successiva operazione di acquisto/vendita, avente ad oggetto *covered warrant*, dovrà essere considerata come un versamento/prelievo che comporterà la rideterminazione del valore di riferimento di tali mezzi e, in quanto, tale dovrà essere prontamente comunicata all'investitore unitamente al risultato fino ad allora conseguito.

Fermo restando quanto detto sopra, con riferimento agli altri quesiti, si ritiene non corretto prevedere «*che il calcolo della perdita in investimenti in warrant sia effettuato sull'importo investito nella singola specie titolo e non sui mezzi costituiti a garanzia dell'operazione*».

In particolare, si fa presente che una tale modalità di calcolo, implicando anche la necessità di determinare più "capitali di riferimento" per singola «*specie titolo*», potrebbe comportare un eccessivo numero di comunicazioni all'investitore in contrasto con la *ratio* delle norme. Anche in questo caso, pertanto, sarà necessario procedere alla valorizzazione di tutte le posizioni sulle «*singole specie titolo*» detenute dall'investitore e successivamente determinare il valore della posizione complessiva.

In ultimo, con riferimento al terzo quesito, si ritiene possibile calcolare, in caso di acquisti ripetuti nel tempo dello stesso *covered warrant*, le perdite pari o superiori al 50%, in base al rapporto tra il prezzo corrente di mercato del singolo strumento ed il prezzo medio ponderato di carico.