

AVV. CARLO EMILIO ESINI

(CARLOESINI@ESINI.COM)

AVV. PAOLO ESINI

(PAOLOESINI@ESINI.COM)

AVV. MARCO DA VILLA

(MARCODAVILLA@ESINI.COM)

AVV. VALERIA MALOCCO

(VALERIAMALOCCO@ESINI.COM)

AVV. ALESSANDRA FIORETTI

(ALESSANDRAFIORETTI@ESINI.COM)

TEL. 0421.53.374 - FAX 0421.55.783

EMAIL: INFO@ESINI.COM

P.IVA 01899200271

VIA ERACLEA N.5E

30027 SAN DONÀ DI PIAVE – VENEZIA

VIA DEI PIATTI, 11

20123 - MILANO

SAN DONÀ DI PIAVE, 29 GIUGNO 2008

Spett.le
Consob
Via Broletto 7
20121 **MILANO**

VIA EMAIL

Livello 3 Regolamento Intermediari:
osservazioni al Documento di consultazione 26 maggio 2008

Ritengo opportuno sottoporre all'attenzione della Commissione alcuni rilievi al Documento in oggetto che appare peraltro estremamente opportuno, nel suo richiamare l'attenzione della distribuzione a comportamenti rispettosi delle norme di settore in relazione a prodotti, come i derivati OTC, sui quali prima dell'entrata in vigore della Direttiva vi era stato un assordante silenzio.

Atteso che, come spesso capita nell'attività di consultazione, la Commissione sarà verosimilmente fatta oggetto di numerosi rilievi di dettaglio di operatori preoccupati per i costi che le modifiche procedurali suggerite inevitabilmente introducono, mi permetto di dedicare queste poche righe ad osservazioni di livello generale:

- 1) già nelle Prime linee di indirizzo in materia di Consulenza, la Commissione aveva segnalato come, secondo la sua autorevole opinione, *“In materia, si osserva 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”.* Tale affermazione si ritrova, sostanzialmente identica, in calce a pag.162 con riferimento ai prodotti assicurativi finanziari.

La visione è coerente con quanto affermato in altre parti del documento come, ad esempio, in materia di condizioni legittimanti la percezione di incentivi ex art. 52 Reg. Intermediari: *“Con la MiFID, infatti, viene differenziato in modo più netto*

il diverso "valore aggiunto" ascrivibile ai servizi di investimento e distinto, di conseguenza, il connesso grado di tutela offerto al cliente. C'è una ben distinta graduazione di impegni (e di valore aggiunto per l'investitore), una modularità nel contatto con il cliente, a seconda delle differenti tipologie di attività che l'intermediario decide di fornire (gestione individuale; distribuzione con consulenza; distribuzione senza consulenza; execution only), che non possono che costituire il primo presupposto logico e fattuale per condurre la verifica circa l'effettivo possibile superamento delle condizioni per la percezione degli incentivi di cui alla lett. b2) dell'art. 52, comma 1, del nuovo Regolamento Intermediari."

Conseguentemente, nel Documento in oggetto, si specifica che *"Mediante l'utilizzo di mezzi di contatto non automatici risulta allora "normale" che ai servizi esecutivi sia abbinata la consulenza"*

- 2) A mio modestissimo avviso l'impostazione generale, pur condivisibile sul piano sostanziale per la *ratio* ad essa sottesa di protezione del cliente, si fonda su un presupposto che non appare legittimamente ricavabile dalla lettura della Direttiva e del TUF:
 - a. Non vi sono motivi di ritenere che l'art.19 Direttiva, e più ancora il TUF, evidenzino una qualche gerarchia tra i servizi di investimento atteso che la disciplina positiva semplicemente si limita ad evidenziare le caratteristiche di ciascun servizio senza andare oltre ed anzi il comma 5 del citato articolo sembra ipotizzare come assolutamente "normale" che si prestino servizi senza alcuna valutazione di adeguatezza.
 - b. Appare semmai ipotesi meno "normale" che più servizi o servizi e prodotti siano forniti in modo abbinato (cfr.comma 9 art.19 cit.).
 - c. La fornitura congiunta di più servizi di investimento, che dovrebbe comportare "normalmente" nella visione della direttiva un doppio onere commissionale per il cliente vista l'eccezionalità dei c.d. "incentivi", può anzi costituire elemento da valutare ai fini dell'art. 18 della direttiva.
- 3) Sotto altro e ancora più significativo profilo appare poco sostenibile che si possa abbinare il servizio di Consulenza con il collocamento di un prodotto finanziario assicurativo: l'art.1, comma 5-*septies* del TUF così definisce (e delimita) il servizio in parola: *"Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario."*

Orbene i prodotti assicurativi finanziari definiti alla lettera *w-bis*) del comma 1 del citato articolo, non possono essere in alcun modo essere assimilati agli strumenti finanziari, unico oggetto della Consulenza.

Né appare in qualche modo superabile l'eccezione ove si dovesse ritenere che la Consulenza attenga agli strumenti finanziari sottostanti la polizza giacché:

- a. la conclusione di un contratto assicurativo vita è cosa del tutto diversa dalla mera operazione di investimento in strumenti finanziari;

- b. il collocamento di prodotti assicurativi infatti è consentito anche a soggetti che non sono autorizzati minimamente a prestare il servizio di consulenza (intermediari assicurativi);
 - c. l'applicazione delle linee guida indicate (cfr. ad esempio pag. 12 "In tali circostanze, infatti, seguendo il principio del miglior interesse del cliente, la raccomandazione non potrà che vertere sul prodotto meno costoso.") comporta la sostanziale impossibilità di collocare qualsiasi strumento finanziario altrimenti disponibile all'interno di polizze Unit Linked atteso che il contenitore assicurativo ha sempre un costo ulteriore.
- 4) Se quanto sopra affermato ha un senso, le linee guida proposte appaiono meritevoli di adeguato ripensamento. Diversamente pare che la corretta applicazione delle stesse non potrebbe che avere effetti poco desiderabili:
- a. stenosi pressoché totale del canale distributivo di prodotti assicurativi finanziari costituito dagli intermediari autorizzati a solo beneficio di altri meno qualificati operatori e
 - b. offerta, quale sottostante di polizza, di strumenti finanziari non altrimenti acquisibili dall'investitore (fondi esotici o peggio).

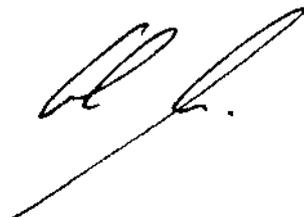
Considerato che proprio le maggiori realtà distributive italiane traggono una grossa fetta dei propri profitti dalla distribuzione di polizze temo che la questione non sia proprio trascurabile.

* * *

Vi ringrazio dell'attenzione che vorrete dedicare a queste note che, me ne rendo conto, pongono un problema non meramente tecnico giuridico; tuttavia mi permetto di rammentare che le indicazioni date dalla Commissione, indipendentemente dal loro valore giuridico, hanno un peso enorme nell'orientare le scelte degli operatori e la loro "cultura" a livello nazionale.

La materia della Consulenza è particolarmente insidiosa e, come molti ricordano, già all'epoca della "gestione surrettizia" una presa di posizione poi sostanzialmente smentita dalla giurisprudenza ha creato inutili patemi. Comunque sia, spetta all'Autorità di vigilanza il non invidiabile compito di dare indicazioni su norme troppo spesso figlie di un legislatore confuso o imbarazzato e, a noi operatori, contribuire con i nostri modesti mezzi.

Distinti saluti



Avv. Carlo E. Esini