

# CAMERA DEI DEPUTATI N. 3934

## PROPOSTA DI LEGGE

D'INIZIATIVA DEI DEPUTATI

**ANDREA MAESTRI, BRIGNONE, CIVATI, MATARRELLI, PASTORINO**

Modifica all'articolo 94 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1988, n. 58, concernente l'inserimento degli scenari probabilistici nei prospetti di offerta al pubblico di strumenti e prodotti finanziari

*Presentata il 28 giugno 2016*

ONOREVOLI COLLEGHI! — L'intermediazione finanziaria avviene in un contesto di asimmetrie informative. Complessità, costi dell'informazione e grado di cultura finanziaria determinano un *deficit* informativo in capo alla clientela degli intermediari, la cui intensità è direttamente legata alla tipologia dell'operazione e alla natura del cliente medesimo. Le circostanze richiamate sono amplificate nel caso di operazioni di investimento aventi ad oggetto particolari prodotti finanziari per i quali non sono disponibili, anche per intrinseche connotazioni di diritto o di fatto, mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e di trasparenza che possano fornire pronti e oggettivi parametri di riferimento. La clientela cosiddetta al dettaglio,

ossia quella con minori esperienza e conoscenza finanziarie, si trova così a dover riporre il massimo affidamento nell'assistenza dell'intermediario, con particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza e di appropriatezza della transazione e alla definizione delle condizioni economiche da applicare alla medesima, di cui non è in grado di giudicare la congruità, spesso neppure in un momento successivo alla conclusione dell'operazione (*credence goods*). La situazione è sovente resa ancora più critica dalla coincidenza del ruolo di intermediario con quello di emittente.

Nel mercato nazionale risulta particolarmente significativo l'investimento diretto da parte di soggetti non professionali delle proprie disponibilità finanziarie che, per

una porzione rilevante, vengono indirizzate verso prodotti con elevato rischio di liquidità o di liquidabilità, quali obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario nonché derivati *over the counter* (OTC). La domanda tende a percepire tali prodotti e in particolare le obbligazioni bancarie, anche strutturate, e le polizze assicurative come a basso rischio finanziario e a capitale garantito, potendo sottostimare l'eventuale componente aleatoria.

D'altro canto l'offerta commerciale, veicolata a mezzo di canali bancari, potrebbe essere indotta a preferirli nell'attività di distribuzione in ragione dell'elevata redditività e dell'immediato consolidamento del risultato economico che possono garantire alle reti di vendita. Infatti, a differenza di altre tipologie di strumenti che producono per il distributore benefici economici che si manifestano in maniera maggiormente diluita nel tempo e che sono proporzionali al periodo di detenzione del prodotto da parte del cliente, le obbligazioni bancarie strutturate, i derivati OTC e le polizze vita determinano immediati introiti costituiti, rispettivamente, da significativi *upfront* e da elevati caricamenti (anche nell'ordine del 5-8 per cento dell'importo nominale da investire). L'attuale situazione di tensione finanziaria è suscettibile di incentivare ulteriormente l'offerta da parte delle banche di prodotti di raccolta di propria emissione alla clientela al dettaglio (cosiddetto *retail*), in quanto le fonti alternative di finanziamento sono diventate alquanto vischiose.

Nell'attuale contesto normativo il dovere di *best execution* è espressamente ritenuto applicabile dal legislatore europeo (considerando n. 69 della direttiva n. 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, cosiddetta direttiva di livello 2) anche nel caso di attività di negoziazione per conto proprio con la clientela e « a tutti i tipi di strumenti finanziari ».

In particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze delle analisi dello scenario dei rendimenti da condurre mediante simulazioni effettuate secondo metodologie ogget-

tive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio).

Utile, ma non giuridicamente obbligatorio, poiché si tratta di indicazioni che la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) fornisce agli operatori, ma alle quali non può obbligarli poiché nella normativa europea tale obbligo non è previsto così come in quella nazionale di attuazione. Proprio questa mancanza è la causa della presentazione di questa proposta di legge, nonché dei danni subiti da migliaia di cittadini italiani in seguito a fallimenti di numerose banche delle quali avevano sottoscritto titoli obbligazionari senza conoscerne la rischiosità. Essa ci appare necessaria proprio a causa della peculiarità del mercato italiano, fatto di numerosissimi investitori al dettaglio che scelgono la via dell'investimento diretto delle proprie disponibilità finanziarie in obbligazioni bancarie, senza forme di delega a soggetti professionali.

I *default* di alcune banche, come detto, hanno indotto il Governo a intervenire d'urgenza con il provvedimento gergalmente detto salvabanche, così come urgente ed eccezionale è stato l'intervento di ricapitalizzazione del Fondo Atlante. Non aiuta la caratteristica dell'Italia, un Paese « bancocentrico » in cui, se non si salvano risparmiatori e investitori, è possibile che l'intero sistema economico vada in crisi.

Per quanto concerne la normativa europea, si segnala che il 28 aprile 2016 il Comitato dei rappresentanti permanenti (Coreper) ha approvato, a nome del Consiglio, la posizione negoziale volta a prorogare di un anno le date di recepimento e di applicazione delle nuove norme sul mercato mobiliare.

La proroga di un anno inciderà sulla prestazione di servizi per gli investimenti in strumenti finanziari e sul funzionamento dei mercati finanziari regolamentati.

Si tratta di una recente revisione delle norme sugli strumenti finanziari fissate per promuovere l'integrazione, la competitività e l'efficienza dei mercati finanziari dell'Unione europea. Il Consiglio le ha adottate nel maggio 2014, modificando e sostituendo un testo « MiFID » esistente che

disciplinava i mercati degli strumenti finanziari.

Le norme sono contenute in due strumenti legislativi: il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, (MiFIR), volto a migliorare la trasparenza e la concorrenza delle attività di negoziazione limitando l'uso delle deroghe sugli obblighi di comunicazione, prevedendo l'accesso non discriminatorio di tutti gli strumenti finanziari alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali (CCP) e imponendo che gli strumenti derivati siano negoziati nelle sedi organizzate; la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, (MiFID II), che modifica le norme sull'autorizzazione e sui requisiti di organizzazione per i prestatori di servizi di investimento e quelle sulla tutela degli investitori, introducendo, inoltre, un nuovo tipo di sede di negoziazione, ossia il sistema organizzato di negoziazione.

Sia la direttiva che il regolamento dovevano diventare applicabili 30 mesi dopo la loro entrata in vigore, ossia a decorrere dal 3 gennaio 2017, e gli Stati membri dovevano recepire la direttiva entro il 3 luglio 2016. Tuttavia, a causa delle sfide poste dall'attuazione tecnica all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e alle autorità nazionali competenti, non sarà possibile realizzare le infrastrutture di dati essenziali entro il 3 gennaio 2017.

Il ritardo con il quale la nuova disciplina europea entrerà in vigore è un ulteriore motivo che ha ispirato la presentazione di questa proposta di legge. In essa è naturalmente centrale la preoccupazione che il cittadino non comprenda l'operato dalla CONSOB.

Le argomentazioni contrastanti rischiano di risultare incomprensibili al risparmiatore di media educazione finanziaria e, soprattutto, di non proporre una soluzione al problema, chiunque sia il presidente della CONSOB. È necessaria una modifica normativa che risolva una volta per tutte il problema degli scenari proba-

bilistici e dell'opportunità del loro inserimento nei prospetti informativi.

È infatti nota la diffidenza degli istituti finanziari a comunicare nel prospetto informativo gli scenari probabilistici di cui dispongono gli uffici finalizzati alla valutazione di rischi nelle loro diverse configurazioni, così come impone la vigilanza regolamentare della Banca d'Italia all'articolo 53 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993. L'espressione « scenari probabilistici » è entrata nel gergo politico e giornalistico da poco tempo e potrebbe ancora apparire non pienamente comprensibile anche ai più abili investitori. Si può fare un esempio ricorrendo al linguaggio delle sfide elettorali e alle relative « forchette ». Nel caso dei mercati finanziari il testo unico in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF) può contribuire a rendere avvertito il risparmiatore qualora sia letto, interpretato e integrato non soltanto in modo formale ma con attenzione alla capacità di lettura dell'investitore medio. Infatti l'articolo 94, comma 2, recita « Il prospetto contiene (...) una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave (...) Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti ».

Tra le caratteristiche fondamentali di un prodotto finanziario dovrebbero naturalmente figurare gli scenari probabilistici, così come era prassi sino ai primi anni duemila. L'espressione « scenari probabilistici » può essere ricondotta, come risulta dall'esperienza della CONSOB, a poche chiare informazioni da inserire nel prospetto informativo. L'esempio che segue, tratto dall'archivio storico dei prospetti depositati presso la CONSOB, esemplifica ciò che dovrebbe essere comunicato al risparmiatore inserendo nel prospetto informa-

tivo informazioni sulla probabilità del verificarsi di alcuni eventi del tipo:

a) il rendimento è negativo con probabilità al 68,50 per cento;

b) il rendimento è positivo ma inferiore a quello di un *riskfree assets* con probabilità a x per cento;

c) il rendimento è positivo e in linea con quello di un *riskfree asset* con probabilità a x per cento;

d) il rendimento è positivo e superiore a quello di un *riskfree asset* con probabilità a x per cento.

Tali scenari probabilistici e i relativi valori centrali sono stati calcolati sulla base

della media aritmetica dei prezzi di riferimento delle azioni [della società y] registrati sul mercato dei titoli azionari dal [data] al [data].

L'informazione è di semplice e agevole comprensione per tutti, al pari delle « forchette » elettorali. Per dotare il prospetto informativo di queste informazioni, dando certezza ai mercati, è sufficiente una semplice novella alla normativa vigente, quella da noi proposta. Una soluzione strutturale e permanente necessaria per affrontare e risolvere equamente eventuali ulteriori episodi di *default* di banche e il conseguente rischio di perdite ingenti da parte di sottoscrittori di titoli ignari del rischio.

## PROPOSTA DI LEGGE

—

### ART. 1.

1. Al comma 2 dell'articolo 94 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo le parole: « informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti » sono aggiunte le seguenti: « , compresi gli scenari probabilistici ».







\*17PDL0043650\*