



LA DISCIPLINA SUGLI INCENTIVI PER LE SGR E LE SICAV

LINEE GUIDA

Versione inviata alla CONSOB in data 5 maggio 2008 per un primo confronto.



INDICE

INTRODUZIONE	3
PARTE I - Ambito di applicazione della disciplina e generale divieto di ricevere o corrispondere incentivi	5
Linea Guida n. 1 - Ambito di applicazione della disciplina	6
Linea Guida n. 2 - Divieto di ricevere o corrispondere incentivi	8
PARTE II - Eccezioni al divieto di ricevere o corrispondere incentivi e fattispecie applicative	9
TITOLO I - Incentivi di per sé legittimi	9
Linea Guida n. 1 - Pagamenti e prestazioni tra la Società e il cliente o l'investitore	9
Linea guida n. 2 - Compensi adeguati	10
TITOLO II - Incentivi corrisposti dalle Società o forniti da un terzo alle Società	12
Linea guida n. 1 - Fattori di verifica	12
Linea Guida n. 2 - Trasparenza sugli incentivi ricevuti da terzi o corrisposti a terzi	14
Linea Guida n. 3 - Fattispecie di incentivi ricevuti da terzi o corrisposti a terzi . 16	
Linea Guida n. 3.1 - Retrocessioni di commissioni dalla “società-prodotto” al distributore	16
Linea Guida n. 3.2 - Retrocessioni di commissioni dal gestore di portafogli al distributore	18
Linea Guida n. 3.3 - Retrocessioni dall'OICR target al gestore di portafogli o al gestore collettivo	19
Linea Guida n. 3.4 - Retrocessioni dal negoziatore al gestore di portafogli o al gestore collettivo - Hard commissions	20
Linea Guida n. 3.5 - Beni o servizi legati all'esecuzione degli ordini e alla fornitura di ricerca	21
Linea Guida n. 3.6 - Training organizzato dalla “società prodotto” per il distributore	25



INTRODUZIONE

La normativa comunitaria e, in particolare l'articolo 26 della direttiva 2006/73/CE (c.d. direttiva MiFID di "livello 2") riconduce espressamente la materia degli *inducement* nel quadro dei principi generali di condotta sanciti dall'art. 19, par. 1, della direttiva MiFID di "livello 1", ossia i principi che impongono all'intermediario di agire "*in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi*" dei clienti. Si tratta di una scelta che si discosta dall'impostazione tradizionale che, come noto, inquadrava gli incentivi nella cornice dei "conflitti di interessi".

In tale contesto la nuova disciplina degli incentivi presenta un ambito molto ampio rispetto al passato: alcune tipologie di incentivo che non sono considerate rilevanti quali fonti di conflitto (cfr. art. 21, lett. e), della direttiva 2006/73/CE) devono comunque rispettare precise condizioni stabilite dall'art. 26 della direttiva in materia di *inducements*.

Più in dettaglio, la norma si articola come una generale preclusione alla possibilità di ricevere (o offrire) pagamenti o altri benefici in connessione con la prestazione dei servizi ad eccezione di tre ipotesi, enumerate nelle lettere a), b) e c):

- l'art. 26, lett. a), consente ogni pagamento intercorrente tra l'intermediario e il cliente;
- l'art. 26, lett. c), ammette l'effettuazione di quei pagamenti (pur provenienti da terzi) che siano strettamente e necessariamente connessi con la prestazione del servizio al cliente;
- l'art. 26, lett. b), riguarda gli incentivi che l'intermediario paga a o riceve da soggetti terzi (diversi dai clienti a cui il servizio è prestato). In particolare, la disposizione fissa le seguenti condizioni che rendono ammissibili i pagamenti della specie:
 - i. gli incentivi in questione devono essere comunicati al cliente in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio (*disclosure*). La comunicazione, riguarda l'esistenza, la natura e l'importo degli incentivi;
 - ii. l'incentivo deve essere volto ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

In tale contesto, occorre peraltro sottolineare come la disciplina sui conflitti d'interessi integri quella sugli incentivi sia in quanto considera come fonte di conflitto d'interessi potenzialmente pregiudizievole per gli investitori talune fattispecie di incentivo (art. 21, lett. e) sia poiché, secondo quanto precisato in materia dal *Committee of European Securities Regulators* (di seguito "CESR") nel "*Inducements under MiFID*" pubblicato nel maggio 2007 (Ref: CESR/07-228b), l'adozione di una politica di gestione dei conflitti incide sulla valutazione complessiva della legittimità di un incentivo effettuata ai sensi dell'art. 26.

In conformità alla direttiva 2006/73/CE, l'art. 52 del Nuovo Regolamento Intermediari (di seguito, "NRI") - adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 - dispone un generale divieto per gli incentivi che viene meno solo qualora questi siano riconducibili ad una delle tre fattispecie disciplinate. Dalla corretta definizione di dette fattispecie dipende, dunque, l'ammissibilità o meno delle tipologie di compensi, commissioni e



prestazioni non monetarie fino ad oggi utilizzati dagli intermediari a livello comunitario e nazionale.

Mediante l'art. 73 il NRI ha poi esteso alla gestione collettiva la disciplina in commento, dettando una norma sostanzialmente coincidente con quanto disposto dall'art. 52 per i servizi di investimento, salvo naturalmente alcune differenze legate alle peculiarità del servizio.

Nel contesto delineato, le presenti Linee Guida forniscono alle Associate alcuni principi applicativi volti a consentire una corretta qualificazione dei modelli di incentivi concretamente adottabili dalle SGR e dalle SICAV (di seguito anche "Società") anche alla luce degli indirizzi emersi a livello comunitario e nazionale. In primo luogo, le Linee Guida tengono conto di quanto espresso con riferimento ai soli servizi di investimento dal CESR nel "*Inducements under MiFID*". In secondo luogo, esse recepiscono le prime linee di indirizzo che la CONSOB ha formulato in sede di emanazione del NRI; l'Autorità di vigilanza, infatti, ha fornito alcuni chiarimenti sul ruolo degli incentivi nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva, analizzando anche alcune tipologie di compensi, commissioni e prestazioni non monetarie per valutarne la compatibilità o meno con la nuova normativa.

Infine, in considerazione della sostanziale uniformità della disciplina sugli incentivi dettata dal NRI per servizi di investimento e per la gestione collettiva, il documento affronta congiuntamente le varie problematiche.

La Parte I delle Linee Guida illustra l'ambito di applicazione degli artt. 52 e 73 del NRI e chiarisce la portata del generale divieto di corrispondere o ricevere incentivi. La Parte II, invece, analizza le tre eccezioni disciplinate dalle suddette norme, soffermandosi sulle problematiche legate sia agli incentivi di per sé legittimi e ai c.dd. compensi adeguati (Titolo I) sia agli incentivi corrisposti dalle Società o forniti a queste da un terzo (Titolo II); al fine di agevolare le Associate nella corretta applicazione della disciplina in commento, il Titolo II approfondisce le più comuni fattispecie applicative riconducibili all'art. 52, comma 1, lett. b) e all'art. 73, comma 1, lett. b) del NRI, fornendo alcuni principi volti a verificare l'ammissibilità degli esempi presi in considerazione, anche alla luce degli orientamenti espressi dal CESR e dalla CONSOB.



PARTE I - Ambito di applicazione della disciplina e generale divieto di ricevere o corrispondere incentivi

Nuovo Regolamento Intermediari	
<p>Libro III</p> <p>Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori</p> <p>[...]</p> <p>Parte II</p> <p>Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori</p> <p>[...]</p> <p>Titolo V</p> <p>Incentivi</p> <p>Art. 52</p> <p>(Incentivi)</p>	<p>Libro IV</p> <p>Prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e commercializzazione di OICR</p> <p>[...]</p> <p>Parte II</p> <p>Trasparenza e correttezza nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio</p> <p>[...]</p> <p>Titolo IV</p> <p>Incentivi</p> <p>Art. 73</p> <p>(Incentivi riguardanti il servizio di gestione collettiva)</p>
<p>1. Gli intermediari non possono, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie ad eccezione di:</p> <p>a) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un cliente o da chi agisca per conto di questi;</p> <p>b) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:</p> <p><i>b1) l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo sono comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione</i></p>	<p>1. Le società di gestione del risparmio e le SICAV non possono, in relazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, versare o percepire compensi o commissioni oppure fornire a terzi o ricevere da terzi prestazioni non monetarie ad eccezione di:</p> <p>a) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti da un investitore o da una persona per conto dell'investitore;</p> <p>b) compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti a o da un terzo o una persona che agisca per conto di un terzo, qualora siano soddisfatte le seguenti condizioni:</p> <p><i>b1) l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo, siano comunicati chiaramente all'investitore, in modo completo,</i></p>



<p>del servizio di investimento o accessorio;</p> <p><i>b2)</i> il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie è volta ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non deve ostacolare l'adempimento da parte dell'intermediario dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente;</p> <p>c) compensi adeguati che rendano possibile la prestazione dei servizi o siano necessari a tal fine, come ad esempio i costi di custodia, le commissioni di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali, e che, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti.</p> <p>2. Gli intermediari, ai sensi del comma 1, lettera <i>b)</i>, punto <i>b1)</i>, possono comunicare i termini essenziali degli accordi conclusi in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie, in forma sintetica, comunicando ulteriori dettagli su richiesta del cliente.</p>	<p>accurato e comprensibile e prima della prestazione del servizio;</p> <p><i>b2)</i> il pagamento di compensi o commissioni o la fornitura di prestazioni non monetarie sia volta ad accrescere la qualità del servizio di gestione collettiva e non ostacoli l'adempimento da parte della società dell'obbligo di servire al meglio gli interessi degli OICR;</p> <p>c) compensi adeguati che rendano possibile la prestazione del servizio di gestione o siano necessari a tal fine, come ad esempio i costi di custodia, le commissioni di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali, e che, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere della società di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi degli OICR.</p> <p>2. Le società di gestione del risparmio e le SICAV, ai sensi del comma 1, lettera <i>b1)</i>, possono comunicare in forma sintetica i termini essenziali degli accordi conclusi in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie, informando l'investitore che ulteriori dettagli sono disponibili su richiesta dello stesso.</p>
--	---

Linea Guida n. 1 – Ambito di applicazione della disciplina

1. Le Linee Guida che seguono si applicano:

- a) a compensi, commissioni e prestazioni non monetarie pagati dalle Società o da queste ricevuti in relazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva e di altri servizi e attività da parte delle Società. Tali compensi, commissioni e prestazioni non monetarie comprendono anche le commissioni e le competenze normalmente percepite o pagate, da soggetti diversi dai clienti o dagli investitori, in relazione alla prestazione dei suddetti servizi o attività (*c.dd. standard commissions o fees*);
- b) indipendentemente dalla circostanza che il pagamento o la prestazione non monetaria siano effettuati da o a favore di una persona giuridica all'interno del medesimo gruppo a cui le Società appartengono ovvero siano effettuati da o a favore di una persona giuridica non appartenente a tale gruppo;
- c) ai pagamenti effettuati da una terza parte ad un soggetto rilevante ai sensi dell'art. 2, lett. p) del Regolamento Congiunto Banca d'Italia – CONSOB, quando tale soggetto agisce per conto delle Società in relazione ai servizi dalle stesse prestati; al riguardo, piccoli doni e forme di ospitalità di scarso rilievo sono



irrilevanti, se il loro valore è inferiore alla soglia indicata dalle Società nella loro politica sui conflitti di interessi.

- d) nei rapporti con gli altri intermediari autorizzati o soggetti abilitati all'intermediazione assicurativa.

2. Le presenti Linee Guida non si applicano:

- a) ai pagamenti effettuati all'interno delle Società medesime, come ad esempio nell'ambito dei programmi aziendali con oggetto premi retributivi e,
- b) ai c.dd. accordi di "segnalazione pregi" con soggetti diversi dagli intermediari.

Commento

- *Il paragrafo 1 della Linea Guida individua, sulla base delle indicazioni del CESR, l'ambito di applicazione della disciplina in modo particolarmente ampio, allo scopo di garantire un'efficace tutela ai clienti e agli investitori; d'altra parte, lo stesso CESR ha ribadito che la normativa ha ad oggetto ogni compenso, commissione e prestazione non monetaria e che, pertanto, questa non concerne i soli pagamenti effettuati con l'obiettivo di influenzare le attività delle Società.*

In tale contesto, il CESR e la Commissione Europea riconducono nell'ambito di applicazione della disciplina in commento anche le c.dd. standard commissions o fees, tra cui ad esempio le commissioni che possono essere considerate normali ed abituali nell'ambito di uno specifico mercato.

La Linea Guida prevede, inoltre, che le Società applichino la disciplina sugli incentivi anche ai pagamenti effettuati da una parte terza ad un "soggetto rilevante" ai sensi del Regolamento Congiunto Banca d'Italia - CONSOB, adottato il 29 ottobre 2007. Al riguardo, si rammenta che quest'ultimo definisce soggetto rilevante "il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie:

- i. componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario;*
 - ii. dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario;*
 - iii. persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario".*
- *Il paragrafo 2 chiarisce che le norme sugli incentivi non si applicano ai pagamenti effettuati all'interno delle Società medesime, come ad esempio nell'ambito dei programmi aziendali con oggetto premi retributivi; si segnala comunque che, attraverso il concetto di soggetto rilevante, alle persone che lavorano con l'intermediario si applicano le regole sul conflitto d'interessi.*

Infine, il paragrafo 2 chiarisce che la disciplina sugli incentivi non si applica ai c.dd. accordi di "segnalazione pregi" mediante i quali un soggetto "segnalatore" indica le qualità di un particolare intermediario a cui eventualmente le Società o un cliente/investitore potrebbero rivolgersi.



Linea Guida n. 2 - Divieto di ricevere o corrispondere incentivi

1. Le Società si astengono, in relazione ai servizi dalle stesse prestati, dal versare o percepire compensi o commissioni oppure dal fornire o ricevere prestazioni non monetarie, salvo ricorra una delle eccezioni previste dall'art. 52 o dall'art. 73 del NRI.

Commento

- *La Linea Guida riprende l'impostazione del NRI (e della direttiva 2006/73/CE) precedentemente descritta e dispone che le Società si astengano dal percepire o dal corrispondere incentivi, salvo il caso in cui ricorra una delle tre eccezioni previste dall'art. 52 o dall'art. 73 del NRI (cfr. Parte II del presente documento). Tali eccezioni delineano le uniche tipologie di incentivi ammesse e, di conseguenza, le Società devono valutare se siano riconducibili ad una di queste i compensi, le commissioni o le prestazioni non monetarie che intendono percepire o corrispondere; qualora ciò non sia possibile, le Società devono considerare l'incentivo non legittimo, in quanto il NRI lo giudica non compatibile con gli interessi dei clienti o degli investitori, la cui tutela è l'obiettivo preminente della disciplina in commento.*

Al riguardo, la valutazione sulla legittimità dell'incentivo dovrebbe essere condotta nei limiti del ruolo che ciascun soggetto assume nell'ambito della prestazione del servizio al cliente o all'investitore. In altri termini, le Società dovrebbero verificare la compatibilità dell'incentivo solo con riferimento alla sua percezione o alla sua fornitura da parte delle stesse; di conseguenza, non dovrebbe essere necessario accertare se, in base alla disciplina applicabile, detto incentivo è legittimo per il soggetto terzo che rispettivamente lo corrisponde alle Società o lo riceve da queste.



PARTE II - Eccezioni al divieto di ricevere o corrispondere incentivi e fattispecie applicative

TITOLO I - Incentivi di per sé legittimi

Linea Guida n. 1 - Pagamenti e prestazioni tra la Società e il cliente o l'investitore

1. Le Società considerano legittimi i pagamenti e le prestazioni non monetarie tra le Società medesime e il cliente o l'investitore a cui è prestato il servizio o l'attività.
2. Ai fini del paragrafo 1, si considerano legittimi:
 - a) i pagamenti effettuati direttamente dall'investitore o dal cliente;
 - b) i pagamenti effettuati da un terzo (ad esempio un commercialista o un avvocato) che agisce per conto dell'investitore del cliente;
 - c) i pagamenti effettuati dalla Società all'investitore o al cliente.
3. Ai fini dell'applicazione della presente Linea Guida, le Società non considerano sufficiente la sola circostanza che l'investitore il cliente sostenga l'onere economico di un compenso, di una commissione o di una prestazione non monetaria.
4. Le Società considerano un pagamento effettuato o ricevuto per conto dell'investitore o del cliente, se l'investitore o il cliente è consapevole che tale pagamento è effettuato o ricevuto per suo conto.

Commento

- *I paragrafi 1 e 2 della Linea Guida contengono alcuni principi applicativi del comma 1, lett. a), degli artt. 52 e 73 del NRI, allo scopo di agevolare le Società nell'individuazione delle fattispecie considerate legittime dall'ordinamento, in quanto non lesive degli interessi dei clienti e degli investitori e, quindi, compatibili con il dovere di agire in modo onesto, equo e professionale. Le due norme del NRI hanno l'obiettivo primario di prevedere un'espressa eccezione al generale divieto di incentivi che renda ammissibile i pagamenti dell'investitore/cliente a favore delle Società in relazione alla prestazione del servizio, ferma restando la necessità di uno stretto legame tra l'investitore o il cliente, da una parte, e il pagamento ricevuto dalle Società, dall'altra.*

Rientra indubbiamente nell'ambito di applicazione della disciplina in commento l'ipotesi in cui l'investitore/cliente negozi e paghi personalmente una commissione, a fronte della prestazione di un servizio da parte delle Società. Allo stesso modo, la disciplina è applicabile anche quando un terzo indipendente rispetto alle Società agisce per conto dell'investitore/cliente sulla base di un'apposita procura; in tal caso, la fattispecie descritta è sottratta all'applicazione dell'art. 52, comma 1, lett. b) e dell'art. 73, comma 1, lett. b) e, quindi, alle più rigorose condizioni di legittimità ivi previste. Sono considerati altresì legittimi i pagamenti effettuati all'investitore/cliente da parte delle Società.

La CONSOB ha sottolineato che deve sussistere una stretta connessione tra il cliente e il pagamento ricevuto dall'impresa; inoltre, l'Autorità di vigilanza ha ribadito che a



livello comunitario non si ritiene riconducibile alla fattispecie delineata dall'art. 52, comma 1, lett. a) del NRI l'ipotesi in cui vi sia una distribuzione di strumenti finanziari, nella quale la remunerazione del distributore è corrisposta direttamente dall'emittente del prodotto o del servizio collocato, che retrocede parte delle commissioni incorporate nel prodotto e pagate dal cliente.

- *Il paragrafo 3 specifica che l'assunzione da parte del cliente o dell'investitore dell'onere economico di un compenso, di una commissione o di una prestazione non monetaria non assume una rilevanza decisiva ai fini dell'applicazione dell'art 52, comma 1, lett. a) e dell'art. 73, comma 1, lett. a) del NRI.*
- *Il paragrafo 4 chiarisce che un pagamento deve essere considerato effettuato o ricevuto per conto di un cliente ai sensi della disciplina in commento, solo se questo è consapevole che il pagamento sia avvenuto per suo conto. A tal fine, secondo il CESR, rientrano nella circostanza descritta un ordine di pagamento da parte del cliente, un rapporto di rappresentanza ovvero l'ipotesi in cui un terzo agisca come mero esecutore per un pagamento.*

Linea Guida n. 2 – Compensi adeguati

1. Le Società considerano legittimi i compensi c.dd. adeguati.
2. Sono compensi adeguati i costi di custodia, le commissioni di regolamento e di cambio, i prelievi obbligatori o le spese legali, nonché tutti quei compensi che:
 - a) siano strettamente connessi con la prestazione al cliente e all'investitore del servizio di gestione collettiva, dell'attività di commercializzazione di quote o azioni di OICR ovvero dei servizi di investimento a cui le Società sono abilitate, in quanto rendono possibile tale prestazione ovvero sono necessari a tal fine;
 - b) per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere delle Società di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e degli OICR gestiti.
3. Rientrano nell'ambito di applicazione del paragrafo 2:
 - a) i compensi corrisposti dalle Società al collocatore per l'attività di vendita di quote o azioni di OICR o di linee di gestione (ad esempio, la retrocessione di commissioni di sottoscrizione ovvero il pagamento di commissioni *una tantum* da parte delle Società);
 - b) i compensi relativi alla esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o del servizio di gestione collettiva e di portafogli.

Commento

- *Il paragrafo 1 ribadisce quanto disposto dall'art. 52, comma 1, lett. c) e dall'art. 73, comma 1, lett. c) del NRI, ai sensi dei quali i c.dd. compensi adeguati costituiscono forme di incentivi ammesse e, quindi, una delle tre eccezioni al generale divieto posto in materia da entrambe le norme.*
- *La Linea Guida, al paragrafo 2, chiarisce che l'elenco dei compensi adeguati previsto dal NRI non è esaustivo, in quanto le Società sono libere di individuare altre tipologie di compensi suscettibili di rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina in commento; tale prerogativa assume particolare rilevanza per le Società, in quanto consente loro di sottrarre alcune commissioni e competenze alle rigorose condizioni*



poste dall'art. 52, comma 1, lett. b) e dall'art. 73, comma 1, lett. b) del NRI, fermo restando comunque che queste non dovrebbero essere dissimili dai costi di custodia, dalle commissioni di regolamento e cambio, dai prelievi obbligatori o dalle spese legali. Al fine di evitare un'interpretazione troppo estensiva, il CESR ha ritenuto opportuno delimitare in modo rigoroso la possibilità di individuare altri compensi adeguati, senza naturalmente imporre limiti ulteriori rispetto a quelli già previsti; in tale ottica, quindi, ha specificato quanto già disposto dalla disciplina, richiamando l'attenzione sulle due condizioni a cui è subordinato il processo di valutazione da parte delle Società.

In particolare, il CESR ha posto l'accento sulla seconda delle condizioni previste ossia sulla necessità che le Società si accertino che i compensi, per loro natura, non possano entrare in conflitto con il dovere delle Società di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti (posizione da estendere anche con riferimento agli OICR gestiti); il CESR, inoltre, ha chiarito che si tratta di una valutazione ex ante e che quindi non rileva la circostanza che il compenso abbia determinato, di fatto, l'insorgenza del conflitto che la norma intende evitare.

- *Il paragrafo 3 individua alcune fattispecie riconducibili all'art. 52, comma 1, lett. c) e all'art. 73, comma 1, lett. c) del NRI.*

In primo luogo, sono presi in considerazione i compensi pagati dalla Società al distributore - attraverso la retrocessione di commissioni di sottoscrizione o il pagamento di commissioni una tantum - per l'attività di collocamento delle quote o azioni degli OICR gestiti e delle linee di gestione, prestata dal distributore nell'interesse delle Società.

In secondo luogo, il paragrafo 3 indica tra le c.dd. competenze adeguate i compensi relativi all'esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti o del servizio di gestione collettiva e di portafogli. L'esternalizzazione, infatti, è strumentale a - e spesso necessaria per - rendere più efficiente il servizio reso al cliente/investitore.



TITOLO II - Incentivi corrisposti dalle Società o forniti da un terzo alle Società

Linea guida n. 1 – Fattori di verifica

1. Le Società considerano legittimi i compensi, le commissioni o le prestazioni non monetarie (diversi dai c.dd. compensi adeguati) pagati o forniti a o da un terzo o da chi agisca per conto di questi, qualora:
 - a) il pagamento dei compensi o commissioni o la fornitura delle prestazioni non monetarie siano volti ad accrescere la qualità servizio di gestione collettiva o degli altri servizi prestati al cliente e non ostacolino l'adempimento da parte della Società dell'obbligo di servire al meglio gli interessi degli OICR nonché dei clienti cui è prestato il servizio;
 - b) l'esistenza, la natura e l'importo di tali corrispettivi o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo sia oggetto di *disclosure* in base alle modalità indicate alla Linea Guida n. 2 del presente Titolo.
2. Ai fini del rispetto dei requisiti di cui alla lettera a) del paragrafo 1, le Società tengono conto dei seguenti fattori:
 - a) la natura del servizio prestato dalle Società all'investitore o al cliente e il contenuto delle obbligazioni che le Società (o chi agisce per loro conto) si impegnano a fornire all'investitore o al cliente in aggiunta a quelli previsti dall'art. 53 e dall'art. 52 del NRI;
 - b) il beneficio atteso per gli investitori o per i clienti, inclusa anche la natura e l'ampiezza di tale beneficio, nonché qualunque beneficio atteso per le Società;
 - c) l'eventualità che vi sia un incentivo per le Società ad agire in modo difforme dal miglior interesse per gli investitori o per il cliente e la possibilità che tale incentivo alteri la condotta delle Società;
 - d) la relazione esistente tra le Società e il soggetto terzo che riceve o fornisce l'incentivo, fermo restando che la mera circostanza che vi sia una relazione di gruppo non costituisce di per sé un elemento rilevante;
 - e) la natura del compenso, della commissione o della prestazione non monetaria, le circostanze in presenza delle quali questi sono pagati o forniti e l'eventuale presenza di condizioni a questi collegate.

Commento

- *L'art. 52, comma 1, lett. b) e l'art. 73, comma 1, lett. b) sono indubbiamente le due norme in materia di incentivi che sollevano i maggiori dubbi interpretativi, in quanto sono potenzialmente in grado di sottoporre al vaglio delle condizioni di legittimità ivi previste una parte considerevole di compensi, commissioni e prestazioni non monetarie intercorrenti tra Società e soggetti terzi nell'ambito della prestazione dei servizi cui le stesse sono abilitate. Al riguardo, si sottolinea che il NRI si limita a recepire il dettato normativo della direttiva 2006/73/CE; pertanto, l'ammissibilità o meno di un incentivo dipende dall'interpretazione più o meno estensiva della disciplina da parte delle Autorità di vigilanza, a livello sia comunitario sia nazionale, e dal conseguente indirizzo applicativo che tali Autorità intendono adottare nei confronti dei modelli già esistenti o di quelli attualmente allo studio.*



In tale contesto, è necessario tenere presente che il CESR (riferendosi naturalmente ai soli servizi di investimento) ritiene che la normativa in commento assolva una duplice funzione:

- a) assicurare la comunicazione al cliente dei pagamenti e delle prestazioni non monetarie con terze parti ritenuti legittimi, in quanto conformi alle condizioni previste dalla normativa;*
- b) proibire pagamenti e prestazioni non monetarie con terze parti che non rispettano le suddette condizioni.*

Inoltre, sempre secondo il CESR, le valutazioni richieste dalla normativa concernono prevalentemente fattispecie caratterizzate dalla presenza di un cliente che sostiene l'onere economico di un pagamento o di una prestazione (monetaria o non), dai quali può nascere un qualche beneficio per le Società; in tali circostanze, gli interessi di queste ultime e del cliente non necessariamente coincidono o sono allineati e, pertanto, la disciplina in commento intende disporre dei controlli su quei pagamenti che potrebbero generare un danno al cliente medesimo.

Ai fini della corretta valutazione degli incentivi che gli intermediari (comprese le SGR) pagano o ricevono da terzi, la CONSOB ritiene opportuno prendere in adeguata considerazione la natura dei servizi di investimento, partendo dalla constatazione che ognuno di essi costituisce un "servizio al cliente" e si caratterizza per un distinto contenuto sotto il profilo delle obbligazioni gravanti sull'intermediario; in particolare, è ravvisabile tra i vari servizi di investimento una progressiva "graduazione di impegni" e una "modularità nel contatto con il cliente" che, secondo l'Autorità di vigilanza, rappresentano il primo presupposto logico e fattuale per accertare il superamento delle rigorose condizioni di legittimità poste dal NRI. Di conseguenza, la CONSOB ritiene che per i servizi ad elevato valore aggiunto, come ad esempio la gestione di portafogli, l'accertamento di tali condizioni sia più difficile; comunque, nelle premesse alle prime linee di indirizzo formulate in occasione dell'emanazione del NRI, l'Autorità di vigilanza ha ribadito che la valutazione dell'ammissibilità di un incentivo deve necessariamente essere compiuta in relazione al "caso concreto", allo scopo di dare contenuto alle condizioni poste dalla disciplina.

- Partendo da quanto disposto a livello normativo, il paragrafo 1 ribadisce le condizioni a cui devono essere conformi gli incentivi, affinché le Società possano considerarli legittimi; tali incentivi, infatti, devono essere volti ad accrescere la qualità del servizio e, allo stesso tempo, non devono ostacolare l'adempimento da parte delle Società dell'obbligo di servire al meglio gli interessi degli OICR o dei clienti. Fermo restando che la valutazione del rispetto delle due condizioni esposte non deve essere svolta separatamente, la verifica dell'accrescimento della qualità del servizio fornito può avvenire mediante un giudizio ex ante, ossia nel momento in cui gli incentivi sono proposti, piuttosto che ex post, ovvero al momento in cui ad esempio il pagamento è stato effettuato.*
- Il paragrafo 2 definisce alcuni fattori utili per verificare se un accordo concernente un incentivo è volto ad accrescere la qualità del servizio fornito all'investitore o al cliente e, allo stesso tempo, non ostacola l'adempimento da parte delle Società dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dell'OICR o del cliente. Fermo restando che tali fattori, per loro natura, sono suscettibili di applicazioni differenti in funzione delle varie fattispecie configurabili, le Società dovrebbero considerarli come strumenti idonei a verificare la conformità degli accordi attualmente in essere o di quelli futuri all'art. 52, comma 1, lett. b) o all'art. 73, comma 1 lett. b) del NRI. Il CESR, d'altra parte,*



ritiene che i fattori descritti dal paragrafo 2 siano criteri solo indicativi (quindi non esaustivi) e che non devono essere intesi come degli obblighi nuovi ed autonomi; inoltre, possono essere utilizzati per valutare sia i modelli distributivi che contemplano il servizio di consulenza in materia di investimenti sia quelli che non lo prevedono affatto.

In merito al fattore previsto dalla lettera b) del paragrafo 2, si segnala che il beneficio atteso per l'investitore o il cliente non è necessariamente limitato a questi, ma può riguardare anche investitori o clienti a cui è prestato il medesimo servizio; in tal caso, quindi, il requisito dell'innalzamento della qualità può essere valutato anche con riferimento al servizio stesso, senza prendere in considerazione un particolare investitore o cliente. Naturalmente la valutazione descritta non deve essere oggetto di un'interpretazione troppo estensiva al punto da privare l'esame di ogni efficacia, in quanto l'Autorità di vigilanza può sempre verificare il rispetto della disciplina da parte delle Società con riferimento al concreto utilizzo degli incentivi ricevuti. Ferme restando le considerazioni che precedono, il CESR ha comunque confermato che in alcune circostanze è necessario che, ad esempio, il pagamento di una commissione determini un diretto beneficio in capo al cliente che l'ha concretamente corrisposta.

Il fattore previsto alla lett. c) pone in evidenza lo stretto rapporto tra la disciplina in commento e quella sui conflitti di interesse; le misure di gestione dei conflitti, infatti, possono indubbiamente mitigare le dirette conseguenze di incentivi che, per loro natura, potrebbero indurre le Società a non rispettare il dovere di agire nel miglior interesse del cliente e ad adottare condotte incompatibili con questo. Tuttavia, si ribadisce che le due discipline non sono alternative, ma complementari poiché regolamentano il medesimo fenomeno sotto profili differenti; infatti, un compenso, una commissione o una prestazione non monetaria potrebbero essere conformi alle norme sui conflitti di interesse e, allo stesso tempo, in contrasto con quanto previsto dal NRI in tema di incentivi.

Con riferimento al fattore di cui alla lettera d), si sottolinea che questo assume particolare rilevanza quando, ad esempio, le Società ed un terzo hanno interessi comuni o comunque collegati; in tali casi, infatti, occorre accertare se il rapporto tra le Società e il terzo sia tale da indurre queste a comportarsi in modo difforme dall'obbligo di agire nel migliore interesse dei clienti o degli OICR.

Linea Guida n. 2 – Trasparenza sugli incentivi ricevuti da terzi o corrisposti a terzi

1. Le Società, prima della prestazione dei servizi o delle attività a cui le stesse sono abilitate, comunicano chiaramente all'investitore o al cliente in modo completo accurato e comprensibile l'esistenza, la natura e l'importo di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie, o, qualora l'importo non possa essere accertato, il suo metodo di calcolo. Le Società soddisfano l'obbligo di comunicare il metodo di calcolo, se comunicano all'investitore o al cliente la misura della percentuale di calcolo dell'incentivo medesimo.
2. Le Società possono comunicare i termini essenziali degli accordi conclusi in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie, in forma sintetica, comunicando all'investitore/cliente che ulteriori dettagli sono disponibili su richiesta dello stesso. A tal fine le Società forniscono all'investitore/cliente informazioni adeguate che gli consentano:



- a) di collegare la comunicazione allo specifico servizio o attività che gli vengono prestati ovvero ai prodotti che sono oggetto di tale servizio o attività;
 - b) di adottare una decisione informata sull'opportunità di aderire al servizio o alla attività e di chiedere un'informazione completa.
3. Le Società si astengono dall'effettuare una comunicazione generica in cui si limitano a spiegare che, allo stato attuale o in futuro, potrebbero ricevere, pagare o fornire compensi, commissioni o prestazioni non monetarie; le Società non considerano tale comunicazione sufficiente a consentire all'investitore/cliente l'adozione di una decisione informata e, quindi, non la valutano idonea a comunicare i termini essenziali degli accordi conclusi.
 4. Qualora vi siano più soggetti coinvolti nella catena di distribuzione, ciascuno dei soggetti che presta un servizio di investimento si conforma agli obblighi di comunicazione previsti dal NRI.
 5. Le Società possono comunicare agli investitori le informazioni previste dall'art. 73 del NRI all'interno del prospetto di offerta secondo le modalità previste negli schemi di prospetto contenuti nell'Allegato 1 B al Regolamento Emittenti.
 6. Nel caso di prestazione del servizio di gestione di portafogli o dell'attività di commercializzazione di OICR di terzi le Società possono inserire l'informativa in materia di incentivi di cui all'art. 52 del NRI all'interno del contratto con i clienti oppure in un documento separato da consegnare ai clienti prima della prestazione del servizio o dell'attività.

Commento

- *La Linea Guida intende fornire alcuni chiarimenti sugli obblighi di trasparenza a cui sono soggette le Società e, allo stesso tempo, dettare alcuni principi applicativi sulla base delle indicazioni del CESR e della CONSOB. In via preliminare, si segnala che la decisione di fornire una comunicazione completa o una sintetica (salvo l'obbligo in quest'ultimo caso di dare su richiesta ulteriori informazioni) e la definizione del contenuto di ciascuna comunicazione devono essere poste in essere in modo da soddisfare adeguatamente l'esigenza di trasparenza prevista dal NRI a tutela dei clienti e degli investitori.*

Con riferimento al paragrafo 1, si segnala che qualora l'importo dell'incentivo non possa essere accertato prima della prestazione del servizio, le Società devono comunicare il suo metodo di calcolo. Ciò si verifica, ad esempio, quando il consulente è remunerato in base ad una commissione pagata dalle SGR, che forniscono il prodotto finanziario, in misura percentuale rispetto al prezzo del prodotto; in tale ipotesi, infatti, non è possibile per il consulente e per le Società calcolare con certezza, prima della prestazione del servizio, l'entità dell'incentivo che verrà percepito o corrisposto, potendo tale misura variare anche in funzione del volume dell'investimento o del tipo di prodotto scelto. In tal caso, le Società possono limitarsi a comunicare preventivamente al cliente la misura della percentuale di calcolo della provvigione sia essa fissa (in funzione del prezzo del prodotto) che variabile (in funzione del valore dell'investimento).

- *Il paragrafo 2 chiarisce che la comunicazione in forma sintetica dei termini essenziali degli accordi concernenti gli incentivi deve consentire agli investitori e ai clienti di individuare il legame tra la comunicazione, da una parte, e il servizio o l'attività prestata ovvero i prodotti oggetto di questi, dall'altra; allo stesso tempo, tale*



comunicazione deve avere un contenuto sufficientemente ampio in modo da porre gli investitori o i clienti nelle condizioni di potere adottare una decisione informata sull'adesione al servizio o sulla necessità di chiedere ulteriori dettagli sugli accordi conclusi in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie.

- Il paragrafo 3 specifica che la decisione di comunicare i termini essenziali degli accordi conclusi in materia di incentivi non deve rivelarsi un mezzo di elusione degli obblighi informativi previsti a tutela dell'investitore/cliente; pertanto, le Società dovrebbero astenersi dall'effettuare comunicazioni generiche che, a causa dell'assenza di reali contenuti, non consentano ai clienti o agli investitori l'adozione di una decisione informata.*
- Il paragrafo 4 chiarisce che, qualora la c.d. catena di distribuzione sia composta da più soggetti, ognuno di questi è tenuto ad adempiere agli obblighi informativi previsti in tema di incentivi dal NRI.*
- Nell'ambito della gestione collettiva, le Società possono adempiere agli obblighi informativi disposti dall'art. 73 del NRI, effettuando la relativa comunicazione agli investitori all'interno del prospetto informativo secondo quanto previsto dagli schemi di prospetto contenuti nell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti.*
- Le Società che prestano un servizio di gestione di portafogli o l'attività di commercializzazione di quote o azioni OICR di terzi possono scegliere se includere l'informativa all'interno del contratto o eventualmente in un documento separato. La prima ipotesi è contemplata espressamente dall'art. 37, comma 1, lett. f) secondo il quale il contratto indica "... ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'art. 52"; al riguardo, la CONSOB ritiene che l'informativa si presta ad essere fornita all'interno del contratto da stipulare con il cliente ma, allo stesso tempo, non esclude che questa, secondo quanto disposto a livello regolamentare, possa essere inserita in un altro documento.*

Linea Guida n. 3 – Fattispecie di incentivi ricevuti da terzi o corrisposti a terzi

Linea Guida n. 3.1 – Retrocessione di commissioni dalla “società-prodotto” al distributore

1. La retrocessione al distributore da parte della Società di commissioni di gestione (c.d. commissioni di mantenimento) può considerarsi volta ad accrescere la qualità del servizio fornito quando:
 - a) il distributore abbina al proprio servizio il servizio di consulenza in materia di investimenti;
 - b) la retrocessione consente al cliente di avere accesso ad una più ampia gamma di prodotti, con una conseguente prospettiva di *open architecture*;
 - c) il distributore si impegna nei confronti del cliente ad ampie forme di “assistenza”, soprattutto in fase di “post vendita”;
 - d) la retrocessione costituisca un beneficio monetario diretto del cliente, in termini di accredito delle somme ovvero di mancato addebito di commissioni.
2. Le Società - nel rispetto di condizioni di equilibrio reddituale - sono libere di determinare - anche in misura diversa in relazione ai destinatari e alle tipologie di OICR (ad es. fondi azionari, obbligazionari, speculativi, ecc.) - modalità, criteri di definizione e misura delle commissioni retrocesse ai distributori.



3. Costituisce modalità di retrocessione ammessa, in quanto non contrastante con il divieto di “one-off bonus” previsto dalle Linee Guida del CESR, l’articolazione del meccanismo di retrocessione in aliquote o scaglioni in ragione dei volumi collocati e del mantenimento delle masse in gestione, fermo il rispetto dell’obbligo del distributore di agire in modo onesto, equo e professionale nell’interesse dei partecipanti all’OICR.

Commento

- *Il paragrafo 1 individua alcune fattispecie in cui è possibile presumere che sussista la condizione dell’accrescimento della qualità del servizio fornito al cliente; naturalmente, affinché le commissioni siano considerate legittime, è necessario che siano rispettate anche le altre condizioni previste dal NRI ovvero la disclosure delle informazioni sugli incentivi e l’assenza di qualunque ostacolo all’adempimento dell’obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti.*

La prima ipotesi descritta nella Linea Guida prende in considerazione quanto disposto dal considerando 39 della direttiva 2006/73/CE in materia di consulenza. Detto considerando, infatti, ammette la possibilità che un soggetto riceva pagamenti da terzi (incluse le SGR e le SICAV che emettono rispettivamente quote o azioni di OICR) in connessione con la consulenza in materia di investimenti e con le raccomandazioni generali fornite al cliente; naturalmente, è necessario che vi sia un rafforzamento della qualità del servizio offerto che, comunque, è possibile presumere quando il pagamento avviene in circostanze in cui la consulenza e le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione di questo. Si segnala, inoltre, che, secondo il CESR, la circostanza che il servizio di consulenza sia remunerato mediante una commissione non legittima la presunzione che questo non possa essere distorto.

Il secondo e il terzo caso descritti nella Linea Guida, ammettono la possibilità di un distributore di ricevere commissioni da parte della Società prodotto anche qualora lo stesso non fornisca al cliente consulenza in materia di investimenti o raccomandazioni generali. Si tratta dei casi in cui (i) si configura un ampliamento della gamma degli strumenti finanziari oggetto del servizio prestato, inclusa anche l’ipotesi in cui l’ampliamento concerna prodotti della stessa tipologia ma con caratteristiche differenti; (ii) l’intermediario “assiste” il cliente nelle fasi successive all’effettiva prestazione del servizio, mediante i propri promotori finanziari o il proprio personale addetto agli sportelli.

La CONSOB ha ribadito che anche nelle ultime due ipotesi descritte è necessario che l’intermediario agisca sempre nell’interesse del cliente; in particolare, ha sottolineato che la retrocessione di commissioni al distributore deve necessariamente trovare giustificazione nel contenuto dei servizi prestati e nei vantaggi, siano essi diretti o indiretti, di cui il cliente può godere. In tale ottica, ad esempio, quando il servizio di collocamento non è accompagnato dalla consulenza, è necessario che anche sotto un profilo strettamente formale (contratto tra collocatore e cliente) tale servizio sia arricchito di contenuti, nonché delle obbligazioni gravanti sull’intermediario; in particolare, le obbligazioni assunte da quest’ultimo possono concernere la fase iniziale del rapporto con il cliente al quale si consente di accedere ad una più ampia gamma di prodotti finanziari ovvero una fase successiva in cui il cliente riceve una vera e propria “assistenza” post-vendita.

Il quarto caso tiene conto di quanto previsto dalla Consob nel documento di consultazione del 20 luglio 2007 là dove (cfr. pag. 96) afferma che “l’ammissibilità di eventuali pagamenti effettuati da terzi ... potrà essere apprezzata alla luce di una



serie di indici, tra i quali sembrano assumere maggior rilievo: ... l'effettiva destinazione dei pagamenti di terzi (a titolo di esempio, un beneficio monetario diretto del cliente, in termini di accredito delle somme ovvero di integrale mancato addebito di commissioni, costituisce una situazione favorevolmente valutabile)".

- *Il paragrafo 2 stabilisce il principio dell'autonomia delle Società nella determinazione delle modalità, dei criteri di definizione e della misura delle commissioni retrocesse ai distributori. Ne discende la possibilità delle Società di differenziare l'entità delle retrocessioni sia in relazione ai destinatari che alla tipologia di OICR offerti (ad es. fondi azionari, obbligazionari, speculativi, ecc.). Detta autonomia deve comunque conciliarsi con il principio dell'economicità dell'attività della SGR. Pertanto la misura e l'entità delle commissioni retrocesse non possono pregiudicare il perseguimento dell'interesse alla massimizzazione dei propri utili da parte della stessa SGR.*

Resta fermo inoltre il diritto delle Società di ridurre, se non interrompere, le retrocessioni al distributore ove quest'ultimo si sia reso inadempiente agli obblighi stabiliti dal contratto di collocamento con il cliente e in considerazione dei quali è prevista la retrocessione delle commissioni da parte della Società.

- *Il paragrafo 3 stabilisce che non contrasta con il divieto di "one-off bonus" previsto dal CESR, l'articolazione del meccanismo di retrocessione in aliquote o scaglioni in ragione dei volumi collocati, fermo il rispetto dell'obbligo del distributore di agire in modo onesto, equo e professionale nell'interesse dei partecipanti all'OICR. Ed infatti mentre il bonus costituisce remunerazione una tantum fonte di uno stimolo di natura presumibilmente eccezionale al raggiungimento di dati volumi distributivi e dunque di un incentivo rilevante al superamento di quei volumi, la previsione di scaglioni offre una disciplina oggettiva che distribuisce l'entità delle commissioni in modo graduale e "fisiologico" in relazione alle masse collocate.*

Linea Guida n. 3.2 – Retrocessione di commissioni dal gestore di portafogli al distributore

1. La retrocessione di commissioni da parte del gestore di portafogli all'intermediario che commercializza il servizio di gestione può considerarsi volta ad accrescere la qualità di tale servizio, quando:
 - a) l'intermediario abbina alla commercializzazione il servizio di consulenza in materia di investimenti;
 - b) la retrocessione consente al cliente di avere accesso ad un più ampia gamma di servizi di gestione di portafogli, con una conseguente prospettiva di *open architecture*;
 - c) l'intermediario si impegna nei confronti del cliente ad ampie forme di "assistenza", soprattutto in una fase successiva alla commercializzazione del servizio;
 - d) la retrocessione costituisca un beneficio monetario diretto del cliente, in termini di accredito delle somme ovvero di mancato addebito di commissioni.

Si applicano i principi contenuti nei paragrafi 2 e 3 della Linea Guida n. 3.1 del presente Titolo.



Commento

- *La Linea Guida si sofferma sul rapporto tra il gestore individuale e l'intermediario che commercializza il servizio: le quattro fattispecie descritte non differiscono nella sostanza da quelle concernenti il rapporto tra la società-prodotto e il distributore, ai cui commenti pertanto si rinvia.*

Linea Guida n. 3.3 – Retrocessione di commissioni dall'OICR target al gestore di portafogli o al gestore collettivo

1. La percezione da parte di un gestore di portafogli o di un gestore collettivo di commissioni retrocesse dagli OICR *target* può considerarsi volta ad accrescere la qualità del servizio, quando ciascuna retrocessione:
 - a) è accreditata al cliente o all'OICR gestito oppure comporti un mancato addebito di commissioni al cliente;
 - b) sulla base di una valutazione rigorosa, venga utilizzata dal gestore per arricchire e migliorare il contenuto tipico e necessitato del servizio di gestione di portafogli o di gestione collettiva.

Commento

- *Nella fattispecie delineata dalla Linea Guida, le Società che prestano il servizio di gestione patrimoniale in fondi (di seguito "GPF") o che gestiscono i c.dd. fondi di fondi percepiscono dall'OICR target delle commissioni a seguito dell'investimento dei patrimoni gestiti nelle sue quote o azioni. Con riferimento al solo servizio di gestione di portafogli, il CESR, pur osservando che simili accordi non sono proibiti in senso assoluto, ha ritenuto che la percezione da parte del gestore della retrocessione di una commissione, in aggiunta alla normale commissione di gestione, è tale da ostacolare il dovere del gestore di agire nel migliore interesse del cliente; pertanto, le Società dovrebbero accreditare a questo le commissioni retrocesse, al fine di soddisfare il requisito dell'accrescimento della qualità del servizio e l'obbligo di servire al meglio i suoi interessi.*

La Linea Guida, inoltre, recepisce alla lett. a) alcune indicazioni fornite dalla CONSOB nel documento di consultazione sul NRI in cui questa sostiene che "l'ammissibilità di eventuali pagamenti effettuati da terzi ... potrà essere apprezzata alla luce di una serie di indici, tra i quali sembrano assumere maggior rilievo: ... l'effettiva destinazione dei pagamenti di terzi (a titolo di esempio, un beneficio monetario diretto del cliente, in termini di accredito delle somme ovvero di integrale mancato addebito di commissioni, costituisce una situazione favorevolmente valutabile)".

La Linea Guida, comunque, prende atto che il CESR non ha del tutto escluso la possibilità di trattenere le commissioni retrocesse; pertanto, è prevista la possibilità di non accreditare al cliente/OICR dette commissioni quando, sulla base di una valutazione rigorosa, le SGR possano ritenere che il requisito dell'accrescimento della qualità del servizio sia soddisfatto dall'effettivo arricchimento del contenuto tipico del servizio di gestione di portafogli o di gestione collettiva. Naturalmente, in conformità alla disciplina in commento, l'accrescimento della qualità del servizio deve avvenire senza che sia ostacolato l'adempimento dell'obbligo della SGR di servire al meglio gli interessi del cliente o dei partecipanti all'OICR.

Ai fini di una corretta valutazione della seconda delle circostanze previste dalla Linea Guida, è necessario prendere in adeguata considerazione anche la posizione espressa



al riguardo dalla CONSOB con riferimento alle GPF nelle “Prime linee di indirizzo” contenute nel documento sugli esiti della consultazione al NRI (posizione estesa pure ai fondi di fondi). In considerazione della natura del rapporto tra Società e cliente, l’Autorità di vigilanza ha sottolineato che la gestione di portafogli costituisce il servizio di investimento con maggiore valore aggiunto in quanto si concretizza nell’effettuare, in modo dinamico e nell’ambito di uno specifico perimetro di gestione, scelte di investimento e di disinvestimento per conto del cliente. In tale ottica, ad esempio, l’assistenza nella fase-precontrattuale e nel corso del rapporto con il cliente, al fine di soddisfare le sue esigenze, non accresce la qualità del servizio a questo fornito, in quanto è un’attività già insita nel servizio prestato; in caso contrario, la gestione di portafogli risulterebbe privata di alcuni suoi aspetti qualificanti, la cui assenza ne determinerebbe l’assimilazione al distributore di quote o azioni di OICR.

La CONSOB ha anche preso in considerazione l’ulteriore ipotesi in cui la SGR che percepisce le commissioni dall’OICR target non trattiene queste per sé, ma piuttosto le retroceda a sua volta al distributore del servizio di gestione di portafogli; in tale fattispecie, è necessario fare riferimento soprattutto al primo dei due passaggi descritti ossia al rapporto tra OICR target e gestore, la cui rilevanza non appare affatto ridotta dal successivo trasferimento delle retrocessioni al distributore della GPF. Al riguardo, l’Autorità di vigilanza ritiene che non sia dimostrato come la retrocessione di commissioni dall’OICR target finisca per accrescere la qualità del servizio di gestione di portafogli, senza pregiudicare l’obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

La posizione espressa dalla CONSOB, in merito alla possibilità per il gestore di portafogli o per il gestore collettivo di non trasferire al cliente o al fondo gestito le commissioni retrocesse dall’OICR target, limita in modo significativo la possibilità di ammettere la legittimità dei modelli da questa presi in considerazione. I margini residui appaiono particolarmente ristretti e, pertanto, la dimostrazione dell’accrescimento della qualità del servizio fornito non può prescindere da un rigoroso accertamento sulla circostanza che, oltre alle attività tipiche del servizio prestato, sia fornito anche un reale e concreto accrescimento della sua qualità; in altri termini, il cliente e l’investitore del fondo di fondi dovrebbero ricevere un beneficio a cui non avrebbero accesso senza la percezione da parte della SGR della commissione retrocessa, in quanto tale beneficio non è parte dell’insieme delle attività già insite nella gestione di portafogli o nella gestione collettiva.

Linea Guida n. 3.4 – Retrocessione di commissioni dal negoziatore al gestore di portafogli o al gestore collettivo - Hard commissions

1. La percezione da parte di un gestore individuale o collettivo di commissioni retrocesse dagli intermediari negozianti può considerarsi volta ad aumentare il servizio quando la commissione retrocessa:
 - a) è accreditata al cliente o all’OICR gestito oppure comporti un mancato addebito di commissioni;
 - b) sulla base di una valutazione rigorosa, venga utilizzata dal gestore per arricchire e migliorare il contenuto tipico e necessitato del servizio di gestione individuale o collettivo.



Commento

- *Nella fattispecie delineata dalla Linea Guida, le Società percepiscono delle commissioni retrocesse dagli intermediari negozianti che traggono origine dalle commissioni di negoziazione a valere sul patrimonio gestito; tali retrocessioni sono soggette alla disciplina prevista dall'art. 52, comma 1, lett. b) o dal 73, comma 1, lett. b), del NRI e, di conseguenza, la loro ammissibilità dipende dal rispetto delle condizioni poste dalle due norme. Tuttavia, il CESR ritiene che difficilmente le retrocessioni descritte possano essere legittime se trattenute dalle SGR, in quanto in genere non sono volte ad accrescere la qualità del servizio fornito, mentre potrebbero influenzare l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente (o dell'OICR). Di conseguenza, la legittimità delle retrocessioni trattenute deve essere considerata un'ipotesi residuale e, comunque, soggetta ad una valutazione estremamente rigorosa del rispetto delle condizioni poste dal NRI.*

Il CESR ritiene, comunque, che le condizioni di legittimità degli incentivi siano soddisfatte, qualora le Società non trattengano le retrocessioni percepite, ma provvedano ad accreditarle al cliente che riceve, in tal modo, un indubbio beneficio; allo stesso tempo, in tale ipotesi, non risulta ostacolato l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio interesse del cliente medesimo.

Linea Guida n. 3.5 – Beni o servizi legati all'esecuzione degli ordini e alla fornitura di ricerca

1. Le Società possono ricevere beni o servizi a fronte del pagamento di una commissione di intermediazione al negoziante a cui inoltrano gli ordini, solo se tali beni o servizi:
 - a) sono legati all'esecuzione degli ordini per conto dei portafogli dei clienti o per conto degli OICR; ovvero
 - b) comprendono la fornitura di ricerca e questa è complementare e non sostitutiva di quella direttamente elaborata o acquistata dalle Società;
 - c) nelle ipotesi di cui alla lett. a) e alla lett. b), assistono le Società nella prestazione dei servizi nell'interesse dei clienti o dei partecipanti all'OICR per conto dei quali gli ordini sono eseguiti e, allo stesso tempo, non ostacolano l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio i loro interessi.

Al tal fine, le Società possono stipulare con il negoziante *soft commission agreements* o *commission sharing agreements*.

2. Quando i beni o i servizi sono legati all'esecuzione degli ordini per conto dei clienti o per conto degli OICR, le Società possono ragionevolmente presumere che siano soddisfatte le condizioni di cui al paragrafo 1, se i beni o i servizi:
 - a) sono legati all'organizzazione e alla conclusione di una particolare operazione finanziaria o ad una serie di operazioni collegate; e
 - b) sono forniti tra il momento in cui le Società adottano una decisione di investimento o di negoziazione e il momento in cui l'operazione (o la serie di operazioni collegate) è conclusa.
3. Quando i beni o i servizi comprendono la fornitura di ricerca, le Società possono ragionevolmente presumere che le condizioni di cui al paragrafo 1 siano soddisfatte, se la ricerca:



- a) è in grado di fornire valore aggiunto alla decisione di investimento o di negoziazione, fornendo nuove indicazioni e informazioni nel momento in cui le Società adottano tale decisione per conto dei portafogli dei clienti o per conto degli OICR;
- b) qualunque forma prenda, rappresenta un'elaborazione originale, mediante considerazioni e valutazioni critiche ed attente di fatti nuovi o già esistenti, e non la mera ripetizione o riformulazione di quanto già espresso in precedenza;
- c) è rigorosa e non si limita ad affermare ciò che è comunemente noto o evidente;
- d) comprende un'analisi o una elaborazione di dati volte a raggiungere conclusioni significative.

Soddisfa le condizioni poste dal presente paragrafo la ricerca con oggetto:

- a) l'individuazione di nuove opportunità di investimento, ad esempio mediante la formulazione di analisi specifiche riguardo singole imprese che tengano conto delle prospettive di crescita e dei rischi relativi alle strategie da queste adottate (c.d. ricerca microeconomica);
 - b) le previsioni relative ad un settore di riferimento o ad una particolare industria, redatte sulla base dei fattori ritenuti a tal fine rilevanti (c.d. ricerca di settore);
 - c) le previsioni per aree geografiche formulate, ad esempio, sulla base di appositi parametri quali l'analisi dei maggiori dati economici aggregati, il monitoraggio dei flussi di investimento ovvero il monitoraggio e la previsione a lungo e breve termine dei tassi di interesse (c.d. ricerca macroeconomica);
 - d) l'analisi, per specifici settori, delle *asset allocations* e delle strategie di investimento (c.d. ricerca sulle strategie di investimento);
 - e) l'analisi di supporto all'individuazione del corretto momento in cui acquistare o vendere un particolare strumento finanziario (c.d. analisi tecniche).
4. Le Società non considerano comunque ammissibili ai sensi dell'art. 52, comma 1, lett. b) e dell'art. 73, comma 1, lett. b) i seguenti beni o servizi, legati all'esecuzione degli ordini o alla fornitura di ricerca:
- a) servizi relativi alla valutazione o alla stima delle *performance* dei portafogli dei clienti o degli OICR;
 - b) *hardware* del computer;
 - c) servizi di connessione, compresa la fornitura di *electronic networks* e di linee telefoniche dedicate;
 - d) pagamento dei costi di iscrizioni a seminari;
 - e) abbonamenti a pubblicazioni;
 - f) viaggi, alloggi e intrattenimenti;
 - g) *software* del computer e in particolare *order management systems* e *software* per amministrazione dell'ufficio, come ad esempio programmi di *word processing* o di *accounting*;
 - h) costi di iscrizione ad associazioni professionali;
 - i) acquisto o affitto di strumenti "standard" per l'ufficio o di strutture accessorie;



- j) stipendi dei dipendenti;
 - k) pagamenti diretti in danaro;
 - l) informazioni già disponibili al pubblico;
 - m) servizi di custodia.
5. Le Società non concludono con gli intermediari negozianti accordi che possano impedire loro il rispetto della disciplina sulla *best execution*.
6. Ai fini dell'adempimento dell'obbligo informativo di cui agli artt. 52, comma 2, e 73, comma 2, del NRI, le Società possono comunicare ai clienti e agli investitori informazioni sui beni e sui servizi legati all'esecuzione degli ordini e/o alla fornitura della ricerca, illustrando le ragioni che inducono ad utilizzare detti beni e servizi. Le Società comunicano altresì ai clienti e agli investitori che su richiesta possono ricevere ulteriori dettagli.

Commento

- *La presente Linea Guida prende in considerazione l'ipotesi in cui le Società ottengano dagli intermediari negozianti o da terze parti beni o servizi aggiuntivi rispetto alla mera esecuzione degli ordini; in tale circostanza le commissioni pagate per i beni o i servizi ricevuti sono incluse all'interno delle commissioni di intermediazione (c.dd. dealing commissions) applicate dagli stessi intermediari alle Società e poste a carico dei clienti o degli OICR gestiti; tali commissioni, pertanto, includono al loro interno sia le commissioni di negoziazione per l'esecuzione degli ordini sia le commissioni relative ai beni e servizi forniti alle Società.*

La fattispecie descritta rientra evidentemente nell'ambito di applicazione della disciplina sugli incentivi, in quanto le Società ricevono da un terzo o da un soggetto che agisce per conto del terzo delle prestazioni non monetarie la cui legittimità deve essere vagliata alla luce dell'art. 52, comma 1, lett. b), in caso di gestione di portafogli, o dell'art. 73, comma 1, lett. b), in caso di gestione collettiva; di conseguenza, qualunque valutazione sull'ammissibilità o meno di tale forma di incentivi deve essere condotta mediante la rigorosa verifica del rispetto delle condizioni di legittimità previste dalle due norme citate ossia l'accrescimento della qualità del servizio fornito e l'assenza di ostacoli all'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi degli OICR o dei clienti (oltre naturalmente all'obbligo di disclosure).

La Linea Guida si prefigge l'obiettivo di fornire per detta fattispecie i principi applicativi e di dettaglio della normativa sugli incentivi del NRI, al fine di individuare quali beni e servizi possono essere considerati ammissibili. A tale scopo, la Linea Guida tiene conto della regolamentazione che la Financial Services Authority (di seguito "FSA") ha adottato con riferimento alla gestione individuale nel New Conduct of Business Sourcebook (COBS) in vigore dal 1° novembre 2007 e della regolamentazione sul punto emanata dalla Autorité des marchés financiers (AMF).

Il paragrafo 1 individua le circostanze in cui la percezione da parte delle Società di prestazioni non monetarie fornite da un intermediario o da un terzo possono essere considerate ammissibili, in quanto risultano soddisfatte le condizioni di legittimità poste dal NRI; come precedentemente chiarito, le commissioni applicate dall'intermediario per tali prestazioni sono ricomprese nelle commissioni di intermediazione il cui onere è sostenuto dai portafogli dei clienti o dagli OICR. In tale contesto, il paragrafo 1, chiarisce la legittimità dei c.dd. soft commission agreements



e commission sharing agreements ossia delle formule contrattuali più comuni a livello comunitario tra gli intermediari.

Ai fini dell'ammissibilità della percezione di beni o di servizi da parte delle Società, è necessario in primo luogo che questi siano legati all'esecuzione degli ordini per conto dei portafogli dei clienti o per conto degli OICR gestiti ovvero che tali beni o servizi comprendano la fornitura di ricerca purché questa, nei limiti del principio di proporzionalità, integri e non sostituisca la ricerca direttamente elaborata o acquistata dall'intermediario. In secondo luogo, in entrambe le ipotesi descritte, i beni o i servizi devono essere di aiuto alle Società nella prestazione del servizio di gestione di portafogli o di gestione collettiva; in tal modo, infatti, può essere considerato soddisfatto il requisito dell'accrescimento della qualità del servizio posto dalla normativa. Infine, è necessario che la percezione degli incentivi non sia di ostacolo all'adempimento da parte delle Società dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti e degli OICR.

- Il paragrafo 2 chiarisce le circostanze in cui le Società possono ragionevolmente presumere che la percezione di beni o di servizi legati all'esecuzione degli ordini sia legittima ai sensi dell'art. 52, comma 1, lett. b) e dell'art. 73, comma 1, lett. b) del NRI. In particolare, è necessario che i beni o i servizi siano legati all'organizzazione e alla conclusione di una particolare operazione finanziaria o ad una serie di operazioni collegate e che, allo stesso tempo, questi siano forniti tra il momento in cui le Società adottano una decisione di investimento o di negoziazione ed il momento in cui l'operazione (o la serie di operazioni collegate) è conclusa.*
- Come precedentemente chiarito, la ricerca fornita dall'intermediario negoziatore o da una terza parte, il cui costo è incluso nelle commissioni di intermediazione, può costituire un incentivo legittimo solo se, al pari degli altri incentivi analogamente disciplinati, sono soddisfatte le condizioni poste dall'art. 52, comma 1, lett. b) e dall'art. 73, comma 1, lett. b) del NRI; pertanto, oltre alla disclosure delle informazioni pertinenti, è necessario che questa sia volta ad accrescere la qualità del servizio fornito e che non ostacoli l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti o degli OICR.*

Al riguardo, il paragrafo 3 definisce le caratteristiche che la ricerca dovrebbe avere per presumere la sua legittimità ai sensi della disciplina sugli incentivi; allo stesso tempo, individua a mero titolo esemplificativo alcune tipologie di ricerca che si ritiene siano ammissibili in quanto conformi alle prescrizioni previste. Naturalmente, le Società possono avvalersi anche di una forma di ricerca, per sua natura, differente dalle esemplificazioni riportate, ma in tal caso è necessario accertare che questa abbia le qualità descritte dalla Linea Guida.

- Sulla base della posizione adottata dalla FSA, il paragrafo 4 elenca i beni e i servizi che non dovrebbero essere considerati incentivi ammessi e che, quindi, non dovrebbero essere pagati mediante commissioni di intermediazione poste a carico dell'OICR o dei clienti. I beni e i servizi elencati non danno alle Società un reale supporto per la prestazione dei servizi di gestione di portafogli e di gestione collettiva e, quindi, non possono essere considerati incentivi volti ad accrescere la loro qualità; inoltre, la loro fornitura può costituire un ostacolo all'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti o degli OICR.*

Naturalmente, i beni e i servizi di cui al paragrafo 4 non devono essere considerati inammissibili di per sé, ma solo nei limiti in cui siano incentivi che le Società percepiscono mediante le commissioni di intermediazione; al di fuori dell'ipotesi presa



in considerazione, le SGR possono acquistarli liberamente, utilizzando le proprie risorse.

Si segnala, infine, che i c.dd. “market price feeds” non dovrebbero essere considerati beni o servizi ammissibili poiché non sono riconducibili alla fornitura di ricerca; allo stesso tempo, questi non dovrebbero essere qualificati neanche come beni o servizi legati all’esecuzione degli ordini in quanto, almeno secondo una recente indicazione della FSA, non soddisfano i requisiti previsti per detta categoria.

- *Il paragrafo 5 specifica che gli accordi in tema di incentivi tra le Società e gli intermediari negozianti hanno un limite invalicabile nel rispetto della disciplina dettata dal NRI in tema di best execution all’art. 48, per la gestione di portafogli, e all’art. 70, per la gestione collettiva.*

Al riguardo, si evidenzia che la possibilità di stipulare con intermediari negozianti soft commission agreements o commission sharing agreements concernenti, ad esempio, la ricerca è, quindi, circoscritta a quei soggetti già selezionati dalla SGR in sede di definizione della strategia di trasmissione ed inclusi all’interno di quest’ultima.

Le Società non possono considerare la ricerca un fattore di best execution, poiché questa non attiene strettamente all’esecuzione degli ordini e quindi non deve influenzare la scelta degli intermediari su cui fare affidamento per ottenere il miglior risultato possibile. Tuttavia, una volta concluso il procedimento di selezione, le SGR potrebbero ritenere opportuno ripartire gli ordini, nell’interesse degli investitori e dei clienti, tra quegli intermediari, inclusi nella strategia di trasmissione, che offrono la migliore qualità di ricerca ammissibile sulla base della disciplina sugli incentivi; ciascuno di questi, infatti, è stato già giudicato idoneo a garantire la best execution e quindi l’individuazione di un criterio per indirizzare i singoli ordini non altera in alcun modo gli interessi tutelati dal NRI (sul rapporto tra best execution e ricerca cfr. le Linee Guida dell’Assogestioni in tema di “best execution nella gestione di patrimoni”).

Sul rapporto tra best execution e ricerca si è peraltro espressa la Commissione Europea nelle “Questions and Answers” sull’applicazione della MiFID nell’ambito delle quali ha affermato che i costi della ricerca sono soggetti alla disciplina sugli incentivi; infatti, la ricerca connessa all’esecuzione è una prestazione non monetaria e, in quanto tale, deve essere comunicata al cliente, deve accrescere la qualità del servizio offerto e non deve ostacolare l’adempimento da parte della Società medesima dell’obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente.

- *Il paragrafo 6 precisa che, ai fini dell’adempimento degli obblighi informativi in tema di incentivi previsti dagli artt. 52, comma 2, e 73, comma 2 del NRI, le Società possono fornire una descrizione degli incentivi in commento e le ragioni che inducono ad utilizzare i beni e i servizi, senza dover necessariamente dare informazioni sul metodo di calcolo adottato. A tal fine, le Società possono tenere presente la prassi dei mercati in cui queste prestano i servizi di gestione di portafogli e di gestione collettiva. In conformità con quanto previsto dai richiamati articoli, il paragrafo 6 si conclude prevedendo che la comunicazione in esame deve altresì informare il cliente/investitore circa la possibilità di ottenere, su richiesta, ulteriori dettagli sugli accordi.*

Linea Guida n. 3.6 – Training organizzato dalla “società prodotto” per il distributore

1. La prestazione, l’organizzazione o il sostenimento di costi da parte della Società in relazione alla attività di formazione e qualificazione del personale del distributore costituisce incentivo ai sensi dell’art. 52, comma 1, lett. b) e dell’art. 73, comma 1,



lett. b). Essi devono ritenersi, di regola, volti ad accrescere la qualità del servizio e ad agevolare l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti, purché vi sia un collegamento tra il *training* offerto ed il servizio fornito dal distributore al cliente.

Commento

- *La Linea Guida prende in considerazione l'ipotesi in cui una società-prodotto offra un'attività di formazione ai dipendenti del distributore dei prodotti della Società. Nella fattispecie descritta, il CESR ritiene che la valutazione della legittimità del training debba essere fatta soprattutto sulla base dei fattori di verifica di cui alla Linea Guida n. 1 del presente Titolo, con particolare riferimento ai fattori c), d) ed e); il CESR, comunque, sembra riconoscere l'ammissibilità di tale incentivo nei limiti in cui sussista un collegamento tra l'attività di formazione ed il servizio prestato.*