



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 4 agosto 2017

Spettabile
CONSOB
Divisione
Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Prot. N. 206/17

Anticipata per il tramite del SIPE

Risposta al documento per la consultazione concernente “Modifiche al Regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)”

Premessa. Nel rispondere all’invito di codesta spettabile Autorità di vigilanza a formulare osservazioni al documento di consultazione in oggetto, l’Assogestioni intende ringraziare per l’opportunità offerta.

L’Assogestioni ha accolto con favore la scelta di codesta spettabile Autorità di anticipare la pubblicazione del documento di consultazione prima della definitiva adozione del decreto legislativo di recepimento della Direttiva 2014/65/UE (“MiFID II”). Come osservato dalla Consob, infatti, questa scelta consente agli operatori di potere valutare taluni aspetti utili per l’implementazione dei nuovi requisiti regolamentari, prima della data di applicazione del 3 gennaio 2018.

In linea di continuità con questo approccio, l’Associazione intende altresì richiamare l’attenzione dell’Autorità sulla necessità che vengano fornite nelle competenti sedi i necessari chiarimenti interpretativi funzionali a consentire il perseguimento nel concreto del medesimo obiettivo sotteso all’anticipazione della suddetta consultazione.

In particolare, l’Associazione ha già da tempo inviato all’ESMA e alla Commissione europea alcune Q&A e anticipato agli Uffici competenti della Consob le questioni più critiche per l’industria.

Inoltre, nella medesima prospettiva di favorire un sollecito e conforme adeguamento alla disciplina introdotta dalla MiFID II, l’Associazione, nei mesi scorsi, ha partecipato ad un tavolo di lavoro, su scala europea, che si è prefissato l’obiettivo di garantire la standardizzazione dei flussi di comunicazione dei dati tra produttori e distributori, ai



fini dell'uniforme applicazione delle disposizioni in materia di identificazione del *target market* e di trasparenza dei costi e degli oneri.

L'attività condotta in seno al predetto tavolo di lavoro si è concretizzata nella predisposizione di un *template*, che qui si allega, utilizzabile dagli operatori del mercato per la diffusione standardizzata delle informazioni rilevanti.

Sebbene la predetta attività sia stata condotta sul piano della autoregolamentazione, coerentemente con il ruolo e le funzioni delle associazioni coinvolte, non può trascurarsi di considerare che la condivisione con codesta spettabile Autorità del lavoro sin qui svolto, oltre ad agevolare un'efficace attività di vigilanza preventiva, potrà risultare non solo di ausilio rispetto agli obiettivi di *compliance* perseguiti dall'industria, ma sarebbe parimenti funzionale a garantire una piena armonizzazione della disciplina a livello europeo, evitando asimmetrie fra i vari Stati membri nella concreta implementazione della stessa. Si segnala che a fronte dell'elaborazione a livello europeo del *template*, nel corso dei prossimi mesi le società di gestione italiane valuteranno come implementare lo stesso nel contesto nazionale; di tale attività l'Associazione terrà costantemente informata l'Autorità.

Inoltre, sempre al fine di salvaguardare la posizione competitiva dell'industria italiana nel contesto europeo, si invita codesta spettabile Autorità a voler considerare le scelte effettuate da altri Stati membri nel recepimento della disciplina degli incentivi, specie con riferimento all'individuazione delle condizioni di ammissibilità degli stessi e all'esercizio dell'opzione legislativa in caso di benefici non monetari minori.

Ciò posto, si riportano di seguito le osservazioni al documento per la consultazione in oggetto.

1. Le informazioni da fornire ai clienti in caso di distribuzione di OICR

In forza della diretta applicabilità delle previsioni contenute nel Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 (il "Regolamento delegato"), il Libro III, Parte II, Titolo I, capo I del Regolamento Intermediari è stato riorganizzato ed ora consta di un unico articolo, l'art. 27, il cui comma 2-*bis* fa rinvio agli articoli 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51 e 52 del Regolamento delegato, estendendo l'applicabilità di queste disposizioni ai tutti gli intermediari di cui all'art. 26, co. 1, lett. b) del Regolamento Intermediari.

Sebbene si sia consapevoli che l'adattamento dell'ordinamento interno alle disposizioni europee direttamente applicabili comporta delle sfide in termini di strategia regolamentare e che la scelta di includere nel Regolamento Intermediari i rinvii al Regolamento delegato sia in linea di continuità con quanto già fatto in altre occasioni, si rileva che, quantomeno per il caso in cui i prodotti distribuiti siano degli OICR aperti ovvero degli strumenti che richiedono la pubblicazione di un KID ai sensi del Regolamento (UE) 1286/2014, appare necessario prevedere degli specifici adattamenti.



Il testo posto in consultazione, infatti, dopo aver operato i richiamati rinvii al Regolamento delegato, propone di abrogare gli artt. da 28 a 36 del Regolamento Intermediari tra i quali vi è anche l'art. 33 che disciplina le informazioni sugli OICR aperti.

Mentre si intuiscono le ragioni che comportano l'abrogazione dell'ultima parte dell'art. 33, il quale considerava idonee le informazioni contenute nel KIID al fine di fornire le informazioni sui costi e oneri degli strumenti finanziari, si ritiene che la prima parte dell'articolo in oggetto possa essere confermata, apportando gli opportuni adattamenti.

Infatti, per quanto riguarda le informazioni sugli strumenti finanziari richieste dall'art. 48 del Regolamento delegato, si deve considerare che, nel caso in cui siano stati pubblicati un KIID o un KID, tutte le informazioni relative agli strumenti finanziari in oggetto sono contenute nei citati documenti. Pertanto l'intermediario distributore non dovrebbe essere tenuto, *inter alia*, a spiegare i risultati dello strumento finanziario in varie condizioni di mercato e i rischi propri di tale strumento, come richiesto dall'art. 48, par. 1 del Regolamento delegato.

La soluzione proposta appare coerente con le previsioni contenute nel considerando 78 della MiFID II, ove si chiarisce che nel caso in cui siano state pubblicate informazioni sugli strumenti finanziari in conformità con un'altra normativa europea, tali informazioni sono considerate adeguate ai fini della fornitura delle informazioni ai clienti ai sensi della MiFID II. L'unica eccezione, criticata da questa Associazione per l'ipotesi di OICVM¹, riguarda le informazioni sui costi e gli oneri dello strumento finanziario, per i quali, infatti, l'art. 51 del Regolamento delegato prescrive l'integrazione con le voci di costo non ricomprese nel KIID o nel KID, non richiedendo, invece, alcuna attività ulteriore per quanto riguarda le altre informazioni sugli strumenti finanziari regolate dall'art. 48 del Regolamento delegato.

2. L'informativa sui costi e oneri

L'art. 27 del Regolamento Intermediari oggetto di consultazione individua le informazioni da rendere con riferimento a costi e oneri, mediante l'inserimento nel

¹ Si segnala che con riferimento a questo tema l'Associazione ha condiviso con l'Assoreti una nota congiunta inviata alla Commissione europea lo scorso 8 maggio, al fine di ottenere un'interpretazione del Regolamento delegato coerente con le previsioni della MiFID II e del Regolamento PRIIP. In particolare, nella nota è stato sottolineato che quando è disponibile il KIID o il KID, l'intermediario, ai sensi del considerando 78 della MiFID II e dell'art. 32 del Regolamento PRIIPs, dovrebbe legittimamente poter fare esclusivo affidamento sulle informazioni ivi contenute in merito ai costi e agli oneri dello strumento finanziario, atteso che in questi casi già sussiste una disciplina comunitaria volta ad individuare i costi da rendere trasparenti all'investitore. Pertanto, al fine di evitare possibili incertezze per il cliente nella ricostruzione del livello effettivo dei costi del prodotto se non, addirittura, l'introduzione di un elemento potenzialmente decettivo con riguardo alla sua valutazione circa la convenienza del prodotto stesso, è stato chiesto alla Commissione europea, di consentire che - nel periodo compreso tra il 3 gennaio 2018 e il 31 dicembre 2019 - le informazioni sui costi degli OICVM possano essere rappresentate dalle sole voci di costo indicate nel KIID, senza necessità che gli intermediari distributori debbano reperire informazioni aggiuntive sui costi del prodotto (e, nello specifico sui costi di transazione). Nonostante l'orientamento negativo espresso indirettamente dall'ESMA con le proprie Q&A, si è ancora in attesa di un riscontro da parte della Commissione europea.



corpo dell'articolato della corrispondente previsione sui costi contenuta nell'articolo 24, paragrafo 4 della MiFID II e del rinvio agli articoli 50 e 51 del Regolamento delegato. In tal senso, le disposizioni attualmente poste in consultazione si caratterizzano per la fedeltà alle previsioni di matrice europea.

Come anticipato in premessa, in questa sede appare tuttavia utile soffermarsi su talune questioni interpretative che l'Associazione ha già sottoposto all'attenzione dell'ESMA e sulle quali si attende ancora un riscontro da parte dell'Autorità. Poiché alcune delle questioni ivi affrontate connotano i modelli distributivi nazionali, si chiede a codesta spettabile Autorità di voler comunque fornire le necessarie indicazioni in tempo utile prima del 3 gennaio 2018.

2.1 L'informativa ex ante ed ex post nel caso di prestazione del servizio di gestione di portafogli. La prima questione sottoposta all'attenzione dell'ESMA, riguarda la possibilità di limitare, in applicazione del principio di proporzionalità, l'informativa *ex ante* al solo costo del servizio di gestione di portafogli, senza dunque fornire l'informativa dei costi dei prodotti sottostanti essendo questi già presenti nella *performance* del servizio di gestione e, l'informativa *ex post* dei costi dei prodotti sottostanti, unicamente ove gli OICR rappresentino più del 30% del portafoglio gestito. In tal caso il costo di ciascun OICR dovrebbe essere calcolato in base al valore proporzionale delle attività dell'OICR rispetto al patrimonio della gestione alla data di riferimento del rendiconto e, cioè, secondo il medesimo approccio previsto dalle Linee Guida del CESR/10-674 per individuare il costo degli OICR oggetto di investimento di un OICVM e dalla disciplina PRIIPs (para. 84, Allegato VI, Regolamento delegato (UE) 2017/653).

A supporto della ricostruzione proposta si richiama quanto affermato dall'ESMA, nel Documento di consultazione dello scorso 2014², ove la stessa aveva riconosciuto la possibilità di un'applicazione "proporzionata" dei nuovi obblighi informativi, rimettendo all'intermediario il compito di stabilire se l'informativa aggregata su costi e oneri dovesse essere fornita a livello di servizio oppure a livello di singolo strumento finanziario, fermo restando che nel caso in cui ci siano più strumenti finanziari, la *disclosure* a livello di servizio non dovrebbe rendere difficile per il cliente comprendere l'impatto dei costi e oneri per ciascun singolo strumento.

2.2 L'informativa ex ante ed ex post nel caso di esternalizzazione della commercializzazione del servizio di gestione di portafogli. Una seconda questione sottoposta all'attenzione dell'ESMA riguarda l'ipotesi di esternalizzazione da parte del gestore dell'attività di commercializzazione di un servizio di gestione individuale ad un'altra impresa d'investimento. In particolare, è stato chiesto se in tal caso l'impresa d'investimento che presta il servizio di gestione esternalizzato possa considerarsi l'unica impresa tenuta a comunicare al cliente (sia *ex ante* come *ex post*) il costo del servizio di gestione (comprensivo dei costi pagati all'altra impresa per l'esternalizzazione del servizio).

In tal senso, si rileva che nel caso di esternalizzazione del servizio la responsabilità

² Cfr. ESMA/2014/549, *Consultation Paper MiFID II/MiFIR*, p. 103.



continua a gravare sul gestore individuale, posto che l'intermediario a cui è esternalizzata una parte del servizio (la commercializzazione) non presta un servizio di investimento nei confronti del cliente finale, rendendo legittimo ritenere che l'unico soggetto che deve fornire al cliente le informazioni sui costi e sugli oneri sia il gestore individuale. Diversamente, si genererebbero delle duplicazioni di informazioni senza che ciò possa ritenersi giustificato al fine di garantire un maggiore livello di tutela del cliente, il quale, al contrario, potrebbe essere confuso dal ricevere da più soggetti le informazioni sui costi dell'unico servizio di cui è beneficiario.

Si tratterebbe dunque di confermare che la suddetta fattispecie non rientra tra le ipotesi contemplate dall'art. 50, par. 7 del Regolamento delegato, tenuto conto che il "distributore" del servizio di gestione di portafogli altrui non presta alcun servizio d'investimento.

Ed invero, che l'attività di distribuzione dei servizi d'investimento altrui da parte di un'impresa d'investimento non fosse riconducibile alla prestazione di un servizio d'investimento da parte di quest'ultima, la Consob lo aveva già riconosciuto a commento dell'articolo 82 del Regolamento Intermediari, avendo presente l'istituto della "prestazione di servizi tramite un'altra impresa d'investimento", già disciplinato all'art. 20 della MiFID I e ora previsto dall'art. 26 della MiFID II. Si chiede pertanto a codesta rispettabile Autorità di voler confermare l'impostazione già sostenuta in passato, chiarendo la portata dell'art. 26 della MiFID II in relazione al contenuto dell'articolo 50, paragrafo 7 del Regolamento delegato.

2.3. Altre questioni in tema di informativa sui costi e oneri

Si riportano qui di seguito gli ulteriori quesiti che l'Associazione ha sottoposto all'attenzione dell'ESMA e sui quali si è ancora in attesa di una risposta.

2.3.1 La metodologia di calcolo dei costi ex post.

Secondo quanto previsto dall'art. 50, par. 9, del Regolamento delegato la rendicontazione *ex post* si basa sui costi effettivamente sostenuti e va fornita annualmente in forma personalizzata.

L'Associazione ha chiesto all'ESMA se, nel caso in cui un cliente chiuda nel corso dell'anno un rapporto continuativo con un intermediario, l'informativa personalizzata *ex post* possa essere resa alla fine dell'anno, sulla base dei dati annualmente resi dalle società prodotte alle imprese d'investimento. In tal senso sembrerebbe deporre lo stesso art. 50, par. 9, del Regolamento delegato, riferendo l'obbligo di informativa annuale non solo al caso in cui le imprese d'investimento intrattengano un rapporto continuativo ma anche all'ipotesi nella quale esse "abbiano intrattenuto" un rapporto della specie.

2.3.2 La comunicazione dell'effetto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento.

Ai sensi dell'art. 50, par. 10, del Regolamento delegato, le imprese di investimento devono fornire al cliente, *ex ante* ed *ex post*, "un'illustrazione che mostri l'effetto cumulativo dei costi sulla redditività che comporta la prestazione di servizi di



investimento”. Tale illustrazione deve: a) mostrare l’effetto dei costi e degli oneri complessivi sulla redditività dell’investimento; b) mostrare eventuali impennate o oscillazioni previste dei costi; c) essere accompagnata da una sua descrizione.

L’Associazione ha chiesto all’ESMA: (i) di confermare la possibilità di illustrare tale informativa senza effettuare alcuna stima sul rendimento, così da evitare che la stessa possa essere considerata, da parte degli investitori, come rendimento promesso e pertanto rappresentare un’informazione decettiva; (ii) di chiarire se, con riferimento agli obblighi di *disclosure ex ante*, sia possibile rappresentare tale effetto su base annuale (in linea con la Q&A n.3 , Sezione 9), in considerazione del fatto che le previsioni di cui all’art. 50, paragrafo 10 del Regolamento delegato non prevedono di calcolare l’impatto dei costi sul rendimento in un dato periodo di tempo.

3. Il governo degli strumenti finanziari

Con il nuovo Titolo VIII-*bis* della Parte II del Libro III si propone di recepire le disposizioni in tema di *Product Governance* contenute negli artt. 16, par. 3 e 24, par. 2 di MiFID II nonché negli artt. 9 e 10 della Direttiva delegata (UE) 2017/593 (la “Direttiva delegata”). Le disposizioni attualmente poste in consultazione si caratterizzano per la fedeltà alle previsioni di matrice europea, sebbene siano state riorganizzate in più articoli al fine di sistematizzare gli obblighi gravanti sugli intermediari.

In questa sede, tuttavia, appare utile soffermarsi su ulteriori aspetti non risolti né dalla disciplina di livello 1 e 2 né dalla misure di livello 3 già adottate dall’ESMA. Con riferimento ai profili di seguito affrontati, taluni dei quali tipicamente nazionali, si sollecita un intervento del regolatore domestico. A tal riguardo si anticipa che le soluzioni prospettate nel successivo paragrafo 3.1 trovano già riflesso nel *template* citato in premessa.

3.1 Le categorie per l’identificazione del target market. Secondo le citate Linee Guida, le cinque categorie che devono essere utilizzate per l’identificazione del *target market* sono: tipologia di clienti a cui il prodotto è indirizzato; conoscenza ed esperienza; situazione finanziaria con *focus* sulla capacità di sopportare le perdite; tolleranza al rischio e compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto con il *target market*, obiettivi e bisogni dei clienti.

- (i) Con riferimento alla categoria conoscenza ed esperienza si richiede di confermare che la documentazione di offerta consegnata (KIID/KID) può essere un mezzo utile (e sufficiente nel caso di strumenti che richiedono una conoscenza base) per acquisire le informazioni necessarie per giungere ad una decisione di investimento consapevole.
- (ii) Per quanto riguarda la categoria situazione finanziaria, si chiede di confermare che sia possibile una classificazione che avvenga tramite macro categorie quali: (i) nessuna perdita del capitale (l’investitore non può sopportare perdite del capitale); (ii) perdite del capitale limitate



(l'investitore mira a preservare il capitale investito o può sopportare perdite limitate ad un livello specificato dallo strumento, con eventuale specificazione della percentuale di perdita potenziale, in accordo con quanto previsto dalla documentazione di offerta), (iii) nessuna protezione del capitale (nessuna garanzia di protezione del capitale, 100% del capitale investito a rischio); (iv) possibili perdite ulteriori rispetto al capitale investito.

- (iii) Per la categoria tolleranza al rischio, alla luce delle indicazioni fornite dall'ESMA nelle Linee Guida e nel *Final Report* (cfr. Linea Guida n. 18, lett. d) e *Final Report*, par. 14) nel caso di OICR si chiede di confermare che il dato dell'indicatore sintetico di rischio dello strumento contenuto nel KIID o nel KID sia sufficiente ad identificare la categoria in commento, senza dunque la necessità di indicare il profilo di rischio della clientela.

Da ultimo, si chiede di confermare che nel caso di servizi distributivi che adottano un approccio di portafoglio le uniche indicazioni sul target market negativo rilevanti sono quelle riferite alle categorie "tipologia di clienti" e "conoscenza ed esperienza".

3.2 I prodotti di enti non soggetti alla MiFID II e le informazioni affidabili. Le SGR in qualità di gestori di OICR non sono sottoposte alla MiFID II e, pertanto, non sono tenute al rispetto degli obblighi previsti dal Libro III, Parte II, Titolo VIII-*bis*, Capo II. Tuttavia, esse su base volontaria possono decidere di trasmettere ai propri distributori le informazioni sul *target market* e sulla strategia distributiva, anche utilizzando il *template* in premessa, così che questi possano adempiere ai propri obblighi. In ogni caso, nei confronti delle suddette SGR che dovessero autonomamente decidere di inviare questi dati non troveranno applicazione le regole gravanti sul produttore, quali quelle contenute negli articoli 59-*ter.2*, 59-*ter.3*, 59-*ter. 4* e 59-*ter.5*.

Anche fuori da questa ipotesi di volontaria collaborazione delle SGR, i distributori, nel rispetto del principio di proporzionalità, devono raccogliere le informazioni necessarie e definire il *target market* e la strategia distributiva. A tal fine, qualora non siano disponibili informazioni pubbliche che soddisfano i requisiti di cui all'art. 10, par. 2 della Direttiva delegata (chiare, affidabili e prodotte per far fronte ad obblighi di legge) essi sono tenuti ad adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere i dati necessari dal produttore o da un suo agente. Nel caso in cui siano disponibili queste informazioni pubbliche, invece, il distributore può fare affidamento su di esse.

Con riferimento alla tipologia di informazioni pubbliche che possono essere considerate affidabili si rileva che, oltre alle esemplificazioni indicate dall'art. 10, par. 2, co. 3 della Direttiva delegata, correttamente recepite nell'art. 59-*quater.3* della bozza di Regolamento Intermediari oggetto di consultazione, l'ESMA ha già chiarito³ che nel caso in cui siano pubblicati documenti di offerta quali i KIID, i KID o un prospetto i distributori possono determinare il *target market* sulla base delle informazioni ivi contenute (cfr. Linea Guida 62 e, ancor più chiaramente, *Final Report*, par. 46).

³ ESMA, *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements* (ESMA35-43-620).



Data la rilevanza del chiarimento fornito per la distribuzione degli OICR, si richiede pertanto di integrare l'art. 59-*quater*.3, co. 2 specificando sin da subito che anche le informazioni pubblicate ai sensi della Direttiva 2009/65/CE e del Regolamento (UE) 1286/2014 soddisfano i requisiti previsti dalla disciplina rilevante.

3.3 La commercializzazione del servizio di gestione da parte di un altro intermediario. Secondo la disciplina sulla *Product Governance* contenuta nella MiFID II, come interpretata dall'ESMA, il servizio di gestione individuale configura un servizio distributivo assoggettato alle regole di dettaglio contenute nell'articolo 10 della Direttiva delegata. Qualora il servizio di gestione individuale sia commercializzato da altro intermediario è necessario chiarire come si debbano applicare le regole in tema di identificazione del *target market* e su chi gravino le relative responsabilità.

A fronte del *target market* trasmesso dai produttori per i singoli prodotti "distribuiti", la SGR (che presta il servizio di gestione individuale) opera un primo raggruppamento di taluni di essi in quanto accomunati dalla caratteristica di essere ricompresi nella medesima linea di gestione. È su questo complesso di strumenti finanziari che la SGR potrà fornire le informazioni al distributore finale il quale è il solo che, conoscendo la propria base di clienti, può rendere accessibile questo complesso di strumenti finanziari (le linee di gestione) a taluni segmenti della propria clientela, precludendone l'accesso ad altri. Secondo questo modello, essendo il distributore finale il soggetto a cui è attribuito il potere di rendere accessibili ai diversi segmenti della propria clientela le linee di gestione, sarà anche quello a cui è attribuita la responsabilità finale, secondo quanto previsto dall'art. 59-*quater*.5 del Regolamento Intermediari in consultazione. Ove la commercializzazione del servizio di gestione di portafogli venga effettuata in regime di esternalizzazione, la fattispecie in commento, sulla base di quanto sostenuto nel paragrafo 2.2, potrebbe essere ricondotta all'istituto della prestazione del servizio di investimento per il tramite di un'altra impresa (*cfr.* art. 26 di MiFID II).

Ciò posto si chiede a codesta spettabile Autorità di fornire chiarimenti sulla ricostruzione sopra riportata.

4. La ricerca in materia di investimenti e i benefici non monetari minori

Nel Libro III, Parte II, Titolo V, capo III, della bozza di Regolamento Intermediari oggetto di consultazione, si propone di dare recepimento alla dettagliata disciplina che regola la ricevibilità della ricerca in materia di investimenti da parte degli intermediari che prestano il servizio di gestione individuale ovvero il servizio di consulenza su base indipendente. Nell'apprezzare la scelta di articolare la disciplina dettata dalla Direttiva delegata in diverse disposizioni dedicate a singoli aspetti del processo, si riportano qui di seguito talune osservazioni.

4.1 La politica sulla ricerca. Si rileva, anzitutto, un parziale disallineamento tra l'ultimo periodo dell'art. 52-*quater* del testo posto in consultazione e l'art. 13, par. 8 della Direttiva delegata in tema di politica sulla ricerca. Infatti, mentre la disposizione europea stabilisce che «*le imprese di investimento definiscono tutti gli elementi*



*necessari in una politica scritta che forniscono ai loro clienti», per l'art. 52-quater la politica deve essere «consegnata» ai clienti. Tale onere, che appare ultroneo rispetto a quanto previsto dalla disciplina europea, comporterebbe un'eccessiva rigidità per gli intermediari che dovrebbero necessariamente consegnare ad ogni cliente una copia della politica. Si richiede, pertanto, di mantenere la formulazione utilizzata dalla Direttiva delegata, così da consentire agli intermediari di rendere disponibile la politica sul proprio sito *internet*, previa indicazione nel contratto della sua esistenza e reperibilità sul sito.*

4.2 I criteri di ammissibilità della ricerca. Con riferimento al dovere previsto dall'art. 52-quater, lett. b.4), di valutare regolarmente, sulla base di rigorosi criteri, la qualità della ricerca acquistata, si chiede di confermare che i criteri di valutazione della ricerca contenuti nella Comunicazione n. DIN/9003258 del 14-1-2009 avente ad oggetto "Misure di "livello 3" concernenti la tematica della ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore" possono essere utilizzati per la verifica richiesta.

4.3 L'adeguamento dei contratti in essere. Per quanto riguarda l'adattamento alle nuove disposizioni dei contratti in essere, si chiede di confermare che esso potrà essere effettuato secondo le modalità indicate in via generale dal contratto per il caso di modificazioni dei termini del contratto stesso. Così, ad esempio, se previsto nel contratto, l'intermediario potrà anche modificare unilateralmente le condizioni procedendo all'invio di apposita comunicazione che illustri le modifiche apportate al contratto e specificando inoltre che l'adeguamento si è reso necessario per effetto della nuova disciplina MiFID II; altresì, l'intermediario potrà infine attribuire al cliente un congruo termine entro il quale esercitare il diritto di recesso con la precisazione che, in mancanza, le variazioni comunicate diventeranno efficaci.

4.4 La ricerca come beneficio non monetario minore. Un tema strettamente connesso a quello della ricerca concerne la definizione dei benefici non monetari minori. Infatti, taluni beni o servizi ricevuti dall'intermediario possono essere considerati benefici non monetari minori e, come tali, essere accettabili anche in caso di prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli, nella misura in cui rispettino le prescrizioni dettate dall'art. 12 della Direttiva delegata.

Il citato art. 12 individua quattro categorie di benefici non monetari minori che sono state puntualmente riportate all'art. 52-ter, co. 3 del Regolamento Intermediari. Si rileva, però, che queste quattro categorie contengono delle previsioni di carattere generale che dovrebbero essere ulteriormente specificate al fine di dare indicazioni concrete agli intermediari.

Ferma restando la responsabilità di questi ultimi nel valutare se il materiale o i servizi ricevuti possano essere ricondotti alle ipotesi di cui all'art. 52-ter, co. 3 del Regolamento Intermediari e nello stabilire la loro ragionevolezza, proporzionalità e non attitudine lesiva, si chiede a codesta spettabile Autorità di fornire indicazioni sui beni e servizi accettabili, anche valutando l'opportunità di far proprie le indicazioni dell'ESMA fornite nella sezione 7 delle *Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection*



topics, al fine di dare concretezza alle previsioni di cui all'art. 52-ter, co. 3 del Regolamento Intermediari.

In particolare:

- (i) nella Q&A n. 6, l'ESMA ha incluso nell'ipotesi di cui all'art. 12, par. 3, lett. a) (corrispondente all'art. 52-ter, co. 3, lett. a) del Regolamento Intermediari), i *report* con brevi aggiornamenti di mercato, con commenti o opinioni limitate, così come i documenti che ripetano o sintetizzino notizie di dominio pubblico o informazioni pubblicamente rese da un emittente;
- (ii) con riferimento all'ipotesi di cui all'art. 12, par. 3, lett. b) (corrispondente all'art. 52-ter, co. 3, lett. b) del Regolamento Intermediari), invece, si è specificato che il materiale *pre-deal*, commissionato da potenziali emittenti e prodotto dalle imprese di investimento che prestano in loro favore il servizio di collocamento, possa essere ricevuto purché sia chiara la natura del materiale e questo sia messo a disposizione di ogni potenziale investitore. Similmente, la ricerca su un titolo sponsorizzata dall'emittente può essere ricevuta quale beneficio non monetario minore, in quanto sia fornita anche alle altre imprese di investimento o sia resa pubblica.

Ci sono poi alcune fattispecie che possono alternativamente essere incluse nella ricerca pagabile dai clienti ovvero essere ascritta nella categoria dei benefici non monetari minori: la ricerca macroeconomica, i servizi commerciali e il servizio di *corporate access*.

- (i) Secondo quanto chiarito dall'ESMA nella Q&A n. 8, nel caso in cui il gestore riceva della ricerca macroeconomica dovrà verificare se si tratti di ricerca imputabile al *budget*, o se possa essere considerato un beneficio non monetario minore, ciò in particolare quando il fornitore della ricerca non abbia assegnato un prezzo alla stessa.
- (ii) Anche con riferimento ai servizi commerciali ricevuti l'intermediario interessato dovrà valutare se dal punto di vista aggregato siano di natura e qualità tale da poter essere considerati ricerca spesabile a *budget* o se siano benefici non monetari minori (*cf.* ESMA Q&A n. 6).
- (iii) Per quanto riguarda il servizio di corporate access, secondo quanto chiarito dall'ESMA nella Q&A n. 7, sarà dovere dell'intermediario a cui è prestato il servizio valutare attentamente se si è in presenza di un incentivo non monetario minore oppure se si tratti dell'assegnazione di risorse preziose, secondo quanto previsto dal considerando 30 della Direttiva delegata. A titolo esemplificativo, l'ESMA ritiene che possano essere considerati benefici non monetari minori i *road-show* organizzati direttamente dall'ufficio *investor relation* di un emittente, ovvero dal suo *house broker*, se il servizio è pagato dall'emittente, per supportare la raccolta di capitale. In questo caso l'evento deve essere gratuito e liberamente accessibile agli analisti di altri intermediari e agli investitori.



5. La disciplina sugli incentivi

5.1 Le condizioni di ammissibilità degli incentivi. Pur prevedendo un *set* uniforme di regole applicabili in tutti gli Stati membri, la disciplina europea sugli incentivi lascia taluni margini di flessibilità per la loro trasposizione negli ordinamenti nazionali. Ciò sia in ragione della scelta dello strumento legislativo utilizzato (direttive in luogo di regolamenti), sia in forza di esplicite previsioni che legittimano gli Stati membri a introdurre ulteriori fattispecie di incentivi ammissibili.

In particolare, con riferimento alle condizioni di ammissibilità degli incentivi, e specificamente alle circostanze al ricorrere delle quali può ritenersi integrato il requisito dell'incremento della qualità del servizio prestato al cliente, si rileva che la scelta attualmente proposta all'art. 52-*bis*, co. 1, totalmente allineata al testo dell'art. 11, par. 2 della Direttiva delegata, appare più restrittiva di quanto proposto in altri ordinamenti.

In particolare, nello schema di ordinanza del Ministro delle Finanze tedesco recante norme organizzative e di condotta applicabili agli intermediari recentemente posta in consultazione (*Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung - WpDVerOV*), oltre alle tre fattispecie attualmente previste dall'art. 52-*bis*, co. 1 ne è stata introdotta una ulteriore in forza della quale si ritiene che la qualità del servizio sia incrementata qualora l'incentivo percepito consenta un migliore accesso al servizio di consulenza, come ad esempio nel caso in cui si fornisca una rete capillare di filiali, presenti anche in aree rurali, che consentono ai clienti di poter incontrare consulenti qualificati.

La *ratio* di questa previsione appare condivisibile: si riconosce infatti il ruolo "sociale" svolto dall'intermediario che pone a disposizione dei clienti consulenti qualificati con cui i clienti stessi possono interfacciarsi fisicamente, anche qualora gli stessi vivano in aree meno appetibili dal punto di vista commerciale. È del tutto chiaro che una scelta organizzativa di questo tipo, che fornisce un servizio rilevante per i clienti finali, comporta dei costi addizionali che, in parte, possono essere legittimamente compensati dalla percezione degli incentivi.

5.2 I benefici non monetari minori. Si chiede a codesta rispettabile Autorità l'opportunità di rivalutare la scelta di non esercitare l'opzione riconosciuta agli Stati membri dall'art. 12, par. 3, lett. e) della Direttiva delegata, così da salvaguardare la posizione competitiva del sistema nazionale nei confronti degli altri *player* europei. In particolare, sulla scorta di quanto previsto dalla FCA⁴, sarebbe opportuno prevedere almeno due ulteriori tipologie di benefici non monetari minori.

- (i) In primo luogo, la ricerca fornita in prova a condizione che: (i) sia fornita per un periodo non superiore a tre mesi, (ii) nessun compenso monetario o non monetario sia dovuto al fornitore della ricerca per i materiali e i servizi

⁴ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Policy Statement. Markets in Financial Instruments Directive II Implementation - Policy Statement II (PS17/14)*.



forniti durante il periodo di prova, (iii) il periodo di prova non sia iniziato con un fornitore nei dodici mesi successivi alla conclusione di un precedente accordo per la fornitura della ricerca con il medesimo fornitore e (iv) l'intermediario che riceve la ricerca tenga traccia delle date di inizio dei periodi di prova e del rispetto delle precedenti condizioni. L'introduzione di questo ulteriore beneficio non monetario minore appare in linea con gli obiettivi della disciplina recata da MiFID II in tema di ricerca. Infatti, questa regolamentazione ha altresì lo scopo di consentire la creazione di un mercato competitivo per la ricerca, così che, da un lato, si possano ridurre i costi che in ultima istanza gravano sugli investitori e, per altro verso, si possa creare concorrenza in termini di qualità dei servizi forniti. Per garantire il raggiungimento di questi obiettivi è importante che la disciplina consenta ai gestori di poter ricevere gratuitamente per un periodo di prova i servizi di ricerca da parte dei negozianti, così come da parte di fornitori indipendenti. Infatti, per poter valutare la qualità dei servizi ricevuti i gestori devono poter essere posti nelle condizioni di comparare quelli di diversi fornitori. In assenza di questa previsione, si ostacolerebbe la creazione di un mercato concorrenziale creando delle barriere di entrata nel mercato e rendendo difficile cambiare fornitore della ricerca.

- (ii) Un ulteriore beneficio non monetario minore dovrebbe essere rappresentato dalla ricerca "collegata" relativa all'emissione di azioni, obbligazioni, *warrant* o *certificate* che rappresentano taluni strumenti finanziari di un emittente purché sia prodotta, prima del completamento dell'emissione, da un soggetto che presta il servizio di assunzione a fermo e/o di collocamento con o senza assunzione di un impegno irrevocabile e sia resa disponibile ai potenziali investitori. Questo ulteriore beneficio non monetario minore è assimilabile a quello già attualmente previsto dall'art. 52-ter, comma 3, lett. b), del testo posto in consultazione, tuttavia se ne differenzia perché non è direttamente commissionata, né pagata dall'emittente. Introducendo questo beneficio non monetario minore si agevolerebbe il reperimento di ricerca riguardante emittenti di piccole e medie dimensioni, in un contesto di mercato in cui la produzione di ricerca su questa tipologia di soggetti già si colloca a livelli subottimali.

Con riferimento alle condizioni di ammissibilità dei benefici non monetari minori, al fine di valorizzare l'attività recentemente condotta sul piano della autoregolamentazione si chiede di confermare che il disposto della Linea Guida n. 8.1.2 - contenuta nelle Linee Guida in materia di incentivi redatte dall'Assogestioni e validate dalla Consob in data 27 aprile 2015 - continua a trovare applicazione anche nel vigore della nuova disciplina. Pare utile evidenziare, infatti, che già in sede di redazione di quelle indicazioni si era tenuto conto della disciplina in tema di incentivi recata da MiFID II, che in quella fase era già definita, pertanto il loro contenuto appare conforme alle previsioni della Direttiva delegata.



6. La disciplina sulle competenze e conoscenze del personale degli intermediari

Nell'esprimere apprezzamento per la considerazione che la Consob ha voluto riservare alle osservazioni formulate dall'Assogestioni al documento preliminare di consultazione, si riporta quanto segue.

- (i) Per quanto riguarda i soggetti titolati, ai sensi dell'art. 59-*sexies*, co. 7, ad organizzare i corsi di formazione utili a dimezzare il requisito di esperienza professionale di cui all'art. 59-*sexies*, co. 3, lett. d) ed e), e all'art. 59-*septies*, co. 1, lett. d) ed e) si chiede di consentire tale attività anche agli intermediari di cui all'art. 59-*quinquies* diversi dal datore di lavoro del personale. Tale richiesta è volta a consentire ai gestori di poter organizzare questi corsi in favore degli intermediari distributori, così da valorizzare il *know-how* acquisito dagli stessi per l'attività formativa sinora svolta.
- (ii) Sempre con riferimento ai corsi di formazione professionale, si richiede di confermare che per quanto riguarda le modalità di erogazione degli stessi, in caso di formazione a distanza questa ricomprenda, secondo quanto già previsto in altri settori affini dell'ordinamento, tanto le videoconferenze, quanto i *webinar* e le piattaforme di *e-learning*. In questi casi, peraltro, si ritiene che il requisito di durata del corso stabilito dall'art. 59-*sexies*, co. 5, che non trova un puntuale riscontro negli Orientamenti dell'ESMA in materia, debba essere inteso in senso elastico, non richiedendo necessariamente 60 ore di lezione, dovendosi, infatti, conteggiare anche i tempi dedicati dal personale per lo studio del materiale fornito, sul cui contenuto gli stessi saranno valutati.
- (iii) Da ultimo, si richiede di confermare che con il termine clienti incluso nell'art. 59-*quinquies* si fa riferimento anche ai clienti professionali, ma unicamente nel caso in cui essi investano il proprio patrimonio, e non anche nel caso in cui svolgano il ruolo di intermediari, ad esempio quando richiedono informazioni al personale di un gestore in merito a degli OICR da includere nelle gestioni patrimoniali che essi gestiscono per i propri clienti (*retail* o professionali). In questo caso, infatti, essi compiono scelte di investimento per conto dei propri clienti e sono titolati a farlo in quanto soggetti autorizzati, dotati di specifiche competenze in materia.

7. Altre osservazioni

Di seguito si riportano ulteriori commenti alle proposte contenute nel Documento per la consultazione.

1. Articolo 44-bis, co. 3: il testo posto in consultazione si discosta in parte dalla equivalente disposizione contenuta nell'art. 25, par. 2, co. 1 di MiFID II, si chiede di allineare il testo del Regolamento Intermediari a quello di MiFID II stabilendo che la norma in commento si applica agli intermediari quando



“offrono consulenza e raccomandano un pacchetto di servizi o prodotti aggregati”.

2. Articolo 46, co. 5: sebbene si sia consapevoli del fatto che la disposizione in oggetto ricalca il contenuto dell’art. 27, par. 8 di MiFID II, si suggerisce di riconsiderare la valenza precettiva dell’ultimo periodo in cui si chiede agli intermediari di essere in grado di dimostrare alla Consob di aver ottemperato agli obblighi in tema di esecuzione degli ordini. Si ritiene che tale dovere degli intermediari e corrispettivo potere della Consob sia già garantito dalle ordinarie disposizioni in tema di vigilanza informativa.
3. Articolo 49, co. 6-ter: tra le disposizioni del Regolamento delegato richiamate al fine di estendere la loro applicazione anche ai gestori individuali figura l’art. 70 del Regolamento delegato. Tale norma dà attuazione all’art. 28, par. 2 di MiFID II, il cui contenuto è riprodotto dall’art. 49, co. 2 del Regolamento Intermediari. Poiché quest’ultima disposizione non si applica agli intermediari che prestano il servizio di gestione individuale (cfr. art. 49, co. 6-ter) si ritiene che il rinvio all’art. 70 del Regolamento delegato debba essere espunto dall’art. 49, co. 6-ter del Regolamento Intermediari.
4. Articolo 53, co. 1-ter: per gli obblighi di rendicontazione ai clienti, applicabili a tutti gli intermediari di cui all’art. 26, co. 1, lett. b) si fa rinvio anche all’art. 62 del Regolamento delegato. Questo rinvio richiede, a nostro avviso, delle precisazioni. In particolare, stante la continuità di questa previsione con l’art. 42 della Direttiva 2006/73/CE e dell’art. 55 dell’attuale versione del Regolamento Intermediari, si chiede di confermare, come già chiarito nelle Linee Guida relative al servizio di gestione di portafogli, validate dalla Consob in data 5 agosto 2009, che nel caso di gestione di portafogli, come ribadito anche dal considerando 95 del Regolamento delegato, l’obbligo di comunicazione addizionale al cliente sorge unicamente nel caso in cui il valore totale del portafoglio complessivo subisca un deprezzamento del 10 %, non dovendo, invece, considerare i singoli strumenti inclusi nella gestione. In relazione agli obblighi di comunicazione delle perdite rilevanti riferite al servizio di gestione di portafogli si chiede un chiarimento circa la base di calcolo della perdita stessa anche alla luce della Q&A pubblicata dall’ESMA sul punto. Si richiede, inoltre, di chiarire che tra gli strumenti finanziari “caratterizzati dall’effetto leva o in operazioni con passività potenziali” di cui all’art. 62, par. 2 del Regolamento delegato, in conformità con quanto previsto dal considerando 96 del Regolamento delegato, non rientrano gli OICVM in quanto questi non possono mai comportare una perdita effettiva o potenziale per il cliente superiore al costo di acquisto dello strumento.
5. Da ultimo, in considerazione delle innovazioni introdotte da MiFID II e del significativo impatto amministrativo che l’adeguamento dei rapporti in essere avrà sugli intermediari, si sollecita, sul modello di quanto a suo tempo fatto in sede di recepimento di MiFID I, l’introduzione di uno specifico regime transitorio. Con tali previsioni si dovrebbe concedere agli intermediari un adeguato periodo di tempo, da un lato, per modificare i contratti in essere con



la clientela e, per altro verso, per adempiere ai nuovi oneri di informazione nei confronti della clientela in essere, che, come noto, si discostano sensibilmente da quelli previsti da MiFID I e richiedono, *inter alia*, l'adattamento dei sistemi informatici.

* * *

Nel restare a disposizione per qualsiasi chiarimento si rendesse necessario, si inviano distinti saluti.

IL DIRETTORE GENERALE

All.: c.s.