



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 5 febbraio 2008

Spett.le
CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto n. 7
20121 Milano

Prot. n. 111/08
Anticipata a mezzo posta elettronica

Avvio del “livello 3” sul Nuovo Regolamento Intermediari – Confronto con il mercato

Nel rispondere all’invito di codesta rispettabile Commissione a formulare osservazioni sul documento di consultazione in oggetto, questa Associazione intende anzitutto ringraziare per l’opportunità offerta.

L’Assogestioni reputa non solo opportuna, bensì necessaria l’iniziativa avviata dalla Commissione al fine di meglio chiarire talune questioni interpretative ed applicative della nuova disciplina degli intermediari emanata con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007. Si auspica inoltre che, alla luce della imminente scadenza del periodo transitorio per l’adeguamento dei contratti in essere al 1° novembre u.s., tale iniziativa si possa tradurre con la massima urgenza in una consultazione sul contenuto delle misure interpretative di “livello 3” che si intenderà emanare.

Il presente documento si articola come segue.

Il paragrafo 1 contiene alcune riflessioni sulla scheda “Prime linee di indirizzo in tema di *inducements*” allegata al documento sugli esiti della consultazione del 30 ottobre 2007. Tali riflessioni si rendono necessarie in quanto detta scheda contiene criteri di orientamento che non hanno formato oggetto di confronto con gli attori del mercato attraverso lo strumento del documento di consultazione.

I paragrafi 2 e 3 individuano quindi le principali questioni in ordine alle quali risulta necessaria l’adozione di misure di “livello 3”, proponendo, nel contempo, alcune soluzioni che potrebbero concorrere alla definizione degli orientamenti interpretativi che la Commissione adotterà. In particolare, il paragrafo 2 analizza la questione della effettiva applicazione del principio del “*level playing field*” a prodotti di investimento sostitutivi, anche tenendo conto delle misure già proposte



dall'Assogestioni nella fase di consultazione sul Nuovo Regolamento Intermediari dello scorso settembre nonché della *"Call for evidence for a coherent approach to product transparency and distribution requirements for substitute retail product"* della Commissione Europea.

I paragrafi 4 e 5 offrono poi una sintesi di alcune Linee Guida – qui allegate – inerenti al profilo della *"Best execution"* nella gestione di patrimoni e agli "Obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza da parte delle SGR". L'Assogestioni, al fine di individuare nell'interesse delle società associate una prassi conforme al Nuovo Regolamento Intermediari volta a ridurre le incertezze connesse alla prima fase applicativa della nuova disciplina, ha infatti avviato un articolato lavoro finalizzato alla definizione di Linee Guida su alcuni specifici temi. Tali Linee Guida sono state elaborate grazie all'impegno delle società associate, sulla base di concrete esigenze organizzative e sulla scorta delle indicazioni emerse a livello comunitario e nazionale. Nella medesima prospettiva l'Assogestioni sta predisponendo Linee Guida in materia di "Redazione dei contratti di gestione di portafoglio", "Definizione di uno schema tipo di rendiconto di gestione di portafoglio", "SGR e disciplina degli incentivi", "Conflitti d'interesse nella gestione di patrimoni". Sarà cura della Scrivente trasmettere a codesta spettabile Autorità il testo definitivo appena disponibile.

L'Associazione auspica in particolare che le indicazioni espresse nelle Linee Guida qui allegate, suscettibili di integrazioni suggerite da codesta spettabile Commissione, possano trovare da parte della stessa anche una esplicita approvazione, consentendo così una piena valorizzazione dello sforzo interpretativo che gli intermediari hanno inteso sviluppare.

1. Alcune riflessioni sulla scheda "Prime linee di indirizzo in tema di *inducements*" allegata al documento sugli esiti della consultazione del 30 ottobre 2007.

Appare innanzitutto utile riflettere su alcuni aspetti problematici relativi al recepimento dei principi di "livello 2" che, sebbene abbiano già prodotto effetti difficilmente reversibili sull'organizzazione del settore, potrebbero continuare a influenzare negativamente le aspettative degli operatori di mercato rispetto all'applicazione della Direttiva MiFID e a incrementare il costo di adozione della stessa. Pare inoltre che la chiarificazione di tali aspetti possa agevolare la riorganizzazione dei soggetti regolati. La rilevanza e la complessità degli aspetti che si ritiene opportuno analizzare impongono peraltro una trattazione analitica.

1.1 Il contenuto della scheda "Prime linee di indirizzo in tema di *inducements*".

La scheda in oggetto, che si incentra sul problema delle retrocessioni ai distributori e alle GPF di commissioni da parte delle società di gestione di OICR, ha avuto un ruolo decisivo nel ridefinire l'organizzazione del settore italiano del risparmio gestito sebbene non sia stata allegata al documento di "livello 2" inviato per consultazione nel mese di settembre 2007, non sia stata integrata nella delibera n.



16190 all'atto della relativa pubblicazione sulla *Gazzetta ufficiale* e sia stata resa pubblica solo pochi giorni prima dell'entrata in vigore del Nuovo Regolamento Intermediari. Pertanto, nonostante la sua indubbia crucialità per una componente importante dell'attività delle società di gestione italiane, essa non ha potuto essere sottoposta ad alcun apprezzamento da parte dei soggetti invitati dalla CONSOB a formulare le proprie osservazioni in merito al documento di consultazione sul "livello 2".

Ci sembra che già questo fatto suggerisca l'opportunità di affrontare nel merito alcuni punti della suddetta scheda in sede di avvio di consultazione sul "livello 3". Nel caso specifico vi è però una ragione ancora più cogente. Ci sia permesso infatti di sostenere che tale scheda, oltre a interpretare in modo univoco una esemplificazione fornita dal CESR, contiene contraddizioni analitiche che hanno avuto un impatto fattuale molto negativo per il settore italiano del risparmio gestito.

La scheda in esame prende le mosse dalle lettere a) e c) dell'articolo 26 della Direttiva 2006/73/CE. Nella scheda si ribadisce infatti che, in tali lettere, si afferma la necessità di "una connessione stretta tra il cliente e il pagamento ricevuto dall'impresa" ma si ammette anche "l'effettuazione di quei pagamenti (pur provenienti da terzi) che siano strettamente e necessariamente connessi con la prestazione del servizio al cliente". Questo richiamo permette alla CONSOB di sostanziare quanto affermato alla lettera b) del medesimo articolo: oltre a soddisfare una piena *disclosure*, i pagamenti (o incentivi), provenienti da soggetti terzi rispetto ai clienti fruitori del servizio, devono essere finalizzati "ad accrescere la qualità" di tale servizio e non devono "ostacolare l'adempimento, da parte dell'impresa, dell'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente".

Per applicare questi principi alla relazione fra "società prodotto" e risparmiatore, nella scheda (cfr. p. 4) si adotta uno specifico schema analitico ben noto nella letteratura economica (cfr. per esempio: Mirrlees 1971, Myerson 1981, Grossman-Hart 1983, Hart-Holmstrom 1987, Stiglitz 1987, Kreps 1990): il rapporto di agenzia fra un "principale" e uno o più agenti. In linea generale, nei modelli di agenzia il "principale" ha il compito di disegnare un meccanismo contrattuale volto a spingere gli agenti a offrire il servizio contrattato, scegliendo - nel perseguimento dei loro propri interessi - quelle azioni o quelle modalità di autoselezione che permettono al "principale" stesso di soddisfare al meglio i suoi obiettivi. Pertanto, *ex ante*, "principale" e agenti tendono ad avere interessi divergenti; e il disegno contrattuale ha appunto il compito di rendere - per quanto possibile - compatibili *ex post* tali interessi divergenti. Talvolta un disegno contrattuale è più efficiente se il rapporto fra "principale" e agente viene arricchito dalla presenza di intermediari che possono essere designati a svolgere funzioni diverse: stipulare contratti differenziati con agenti e "principale", controllare gli agenti per conto del "principale", centralizzare gli interessi degli agenti, e così via (cfr. per esempio: Diamond 1983, Diamond-Dybvig 1983; Tirole 1986, Holmstrom-Tirole 1989).



In un contesto analitico del genere il compito dell’Autorità di regolazione dovrebbe essere quello di garantire, nel rispetto della normativa vigente, l’esecuzione più trasparente ed efficace possibile degli accordi contrattuali a prescindere dalla forma del contratto (con o senza intermediario) scelta dal “principale” e dagli agenti; e, solo in caso di fallimento del mercato, l’Autorità potrebbe introdurre incentivi esterni per facilitare l’adozione di più adeguati disegni contrattuali. Il compito di un “dittatore benevolente” alla Arrow sarebbe, invece, quello di imporre ai contraenti il meccanismo ottimale e di garantirne la realizzazione.

Risulta quindi difficile comprendere la posizione della Commissione che, subito dopo aver indicato esplicitamente i rapporti di agenzia come schema di riferimento, afferma: “ogni forma di remunerazione che l’*agent* percepisce da una fonte diversa dal proprio cliente” (ossia il “principale”) va “disciplinata con particolare attenzione e rigore” in quanto “è in grado di alterare la necessaria convergenza degli interessi” fra “principale” e agente. Come si è accennato, i principi basilari della teoria dei contratti escludono che vi sia una necessaria e immediata “convergenza di interessi” fra “principale” e agente; per di più, rispetto alla scheda in esame, tali principi implicano che la “fonte diversa” di remunerazione sia null’altro che l’agente che trasferisce incentivi a un intermediario oppure una retrocessione fra intermediari. A seconda dei casi, il contratto ottimale o quello di *second best* potranno fondarsi su rapporti diretti o mediati fra “principale” e agenti; e il compito di un regolatore consisterà, al più, nell’introdurre quegli incentivi e disincentivi che facilitino la realizzazione del disegno contrattuale più efficiente con o senza intermediari. Qualora la presenza di intermediari renda più complesso il rapporto, la sola conseguenza è che il disegno degli appropriati incentivi e il compito del regolatore diventano più difficili.

Specie, ma non esclusivamente, in Europa continentale i rapporti fra il risparmiatore e la società di gestione sono mediate dalla presenza di uno o più distributori, ai quali va attribuito il ruolo di “intermediario”. Oltre a offrire al risparmiatore la consulenza finanziaria per la definizione della sua *asset allocation* strategica e per l’assistenza post-vendita, i distributori disegnano i contratti bilaterali con il principale e talvolta con gli agenti; e, di norma, tali contratti prevedono il pagamento delle commissioni dal principale agli agenti e la retrocessione di una parte di queste commissioni dagli agenti all’intermediario. Costituisce ovviamente materia di discussione se un simile disegno contrattuale soddisfi criteri di ottimalità o - almeno - di *second best*, anche considerando che - a differenza dei più usuali modelli di agenzia - nel caso in esame il “principale” (il risparmiatore) non ha né la possibilità né la capacità di fissare le clausole contrattuali.

Sarebbe tuttavia arbitrario assumere che questi criteri non siano soddisfatti ogni qualvolta vi sia più di un intermediario. Al riguardo, in conformità alle indicazioni teoriche dei modelli di agenzia, la Direttiva di “livello 2” e le Raccomandazioni del CESR permettono di fare un passo avanti. Esse introducono infatti due principi: (i) qualsiasi retrocessione dalla società prodotto al distributore deve trovare giustificazione in un miglioramento dei servizi di vendita e di post-vendita; (ii) tale



retrocessione deve essere effettuata in modo da non distorcere l'offerta di servizi da essa remunerata.

Sempre nell'ottica dei modelli di agenzia, il caso italiano delle GPF rappresenta un rapporto contrattuale con un ulteriore livello di intermediazione, ossia con due livelli di intermediazione fra "principale" e agente. E' indubbio che si tratti di una complicazione nel rapporto fra "principale" e agente tale da accrescere il rischio di incentivi distorti e da rendere più difficile una regolazione esterna. Non è quindi sorprendente che, quando fa riferimento a un assetto assimilabile a quello prodotto dalla presenza di GPF, il CESR manifesti una preoccupazione rispetto alla tutela dei principi (i) e (ii) sopra richiamati: *"...such arrangements are not altogether prohibited. The receipt of commission in addition to the management fees received for the service of portfolio management is clearly of a nature to impair the firm's duty to act in the best interests of its client"*.

In particolare, poiché le scelte dell'investitore (la GPF) hanno un impatto rilevante sulle attività delle "società prodotto", il CESR pare trattare con particolare attenzione le quote di commissioni corrisposte direttamente dalle "società-prodotto" alle GPF; un trasferimento del genere disegnerebbe, infatti, schemi di incentivo con un alto potenziale distortivo e, quindi, di difficile regolamentazione. Per contrasto il CESR sottolinea che, in un assetto del genere, uno schema di incentivo con bassa probabilità di distorsione sarebbe quello fondato sulla retrocessione al cliente di tutte le commissioni non direttamente connesse alla gestione.

Nella scheda emanata dalla Commissione si interpreta quest'ultima possibilità, che il CESR sembra proporre come un esempio, quale unica alternativa ammissibile e si esclude, così, anche l'alternativa volta a evitare la retrocessione dalla "società prodotto" alla GPF mediante il trasferimento di tale retrocessione al distributore.

Per vietare *tout court* la retrocessione diretta dalla "società prodotto" alla GPF, il regolatore non può, ad avviso della Scrivente, limitarsi alle condivisibili preoccupazioni del CESR riguardo ai possibili effetti distortivi dei relativi schemi di incentivo, che innescherebbero di per sé un conflitto di interessi; il regolatore è tenuto a provare che questi effetti minano l'effettuazione del miglior servizio per il cliente anche quando sono sottoposti all'attività di vigilanza. La Commissione propone, al riguardo, due argomentazioni: (a) l'attività delle GPF ha una "portata economica e giuridica" così rilevante da non essere riconducibile a "una sostanziale assimilazione della stessa a quella del mero distributore di OICR"; (b) di conseguenza, quanti hanno sostenuto la liceità di tale retrocessione non hanno provato che il "contenuto tipico" di questa attività "possa arricchirsi ed aumentarsi in ragione di commissioni retrocesse dalla società di gestione di OICR *target*" (cfr. p. 7 della scheda). Il punto (a) appare basato su un'incomprensione del modello analitico adottato: nei rapporti fra "principale" e agente con intermediario, quest'ultimo non è condannato a un ruolo di "mero distributore" nel senso a-tecnico del termine. Come si è già ricordato, nei modelli di agenzia un intermediario può adempiere alla funzione cruciale di disegnare il contratto con il "principale" e quelli con gli agenti e



può offrire una molteplicità di servizi al cliente; inoltre, per definizione, il contratto non può includere attori non riconducibili al “principale”, agli agenti e agli intermediari. Il punto (b) si fonda invece su un principio di “inversione dell’onere della prova” che contrasta con le funzioni riservate dallo stesso modello alle Autorità di vigilanza: non sono i contraenti a dover mostrare l’efficienza del contratto ma è, semmai, l’Autorità che è chiamata a intervenire per incentivare il disegno di contratti adeguati.

Per vietare anche la retrocessione dalla “società prodotto” al distributore, si usa un’argomentazione analoga ma, ad avviso della Scrivente, ancora più debole rispetto alle precedenti. Ci si limita infatti a ribadire che, diversamente da quanto è sostenuto (per esempio) da Assogestioni, lo schema con la GPF non può essere ridotto a “diversi anelli in una catena di distribuzione”; il che, se fosse vero, entrerebbe in contraddizione con tutta l’impostazione analitica della scheda perché impedirebbe ogni riferimento ai modelli principale-agente. Né risulta convincente, per le ragioni già dette, una ribadita affermazione di inversione dell’onere della prova: “non appare dimostrato come la retrocessione di commissioni dall’OICR finisca per accrescere la qualità del servizio del gestore individuale senza pregiudicarne l’obbligo [...] di servire al meglio gli interessi del cliente”.

Da ultimo, risulta a questa Associazione che altre Autorità di regolamentazione di Paesi appartenenti all’Unione Europea abbiano avviato una consultazione, ancora in corso, su norme che forniscono un’interpretazione meno restrittiva in materia di retrocessione dei fondi oggetto di investimento di gestioni patrimoniali. In tali casi il regolatore appare soddisfatto dalla introduzione di un rigoroso vincolo di trasparenza circa le modalità e gli importi complessivi di retrocessione.

1.2 Distorsioni di mercato e possibili soluzioni. La rilevanza pratica delle precedenti considerazioni appare evidente qualora si esaminino le conseguenze, sia concrete che potenziali, che la scheda ha prodotto sul comportamento dei gestori del risparmio operanti in Italia e, soprattutto, sui comportamenti adottati dai loro concorrenti e dagli intermediari collocatori.

Il settore del risparmio gestito, già attraversato da una crisi strutturale, ha dovuto sobbarcarsi i più pesanti oneri connessi all’imposizione di modifiche del proprio assetto organizzativo e della struttura di prodotto che non sono state oggetto di consultazione e che sono entrate in vigore senza alcun preavviso. Tuttavia l’eccessiva onerosità delle modalità di adeguamento al più restrittivo regime di regolazione delle retrocessioni delle GPF non appare essere l’effetto più rilevante ai fini della tutela del risparmiatore.

Si stanno già manifestando almeno quattro problemi relativi al regime di retrocessione delle GPF, che avrebbero potuto essere previsti e segnalati da parte della Scrivente se si fosse preceduto ad una consultazione su tale punto.

1) L’impossibilità di retrocessione dai fondi sottostanti al distributore nell’ambito di un servizio di GPF tende a incentivare l’offerta in esclusiva di GPF monomarca; in



tale caso infatti la remunerazione dei fondi sottostanti potrà comunque continuare ad essere “internalizzata” a livello di gruppo nella forma di dividendi della società di gestione dei fondi sottostanti.

- 2) I dati di raccolta, relativi al primo mese successivo all’entrata in vigore del nuovo regolamento intermediari (dicembre 2007), non rivelano alcuna sostituzione virtuosa tra GPF e fondi di fondi, come poteva forse essere l’obiettivo del regolatore; viceversa, a fronte del quasi totale stallo di raccolta delle gestioni patrimoniali di nuova sottoscrizione, si registrano drammatici deflussi dalle GPF esistenti al 31 ottobre e una accelerazione della sottoscrizione di prodotti sostitutivi diversi dai fondi e assai opachi.
- 3) Il precedente punto pare dimostrare che il regime di divieto delle retrocessioni per le GPF di nuova sottoscrizione ha innescato un meccanismo di selezione avversa. Il fenomeno acuisce le preoccupazioni del settore del risparmio gestito, la cui penalizzazione risulta tanto più forte nella attuale fase in cui non si è realizzato una regolamentazione equivalente dei prodotti concorrenti.
- 4) Non è stata condotta un’analisi esaustiva delle modalità di remunerazione implicita od esplicita tra soggetti e per prodotti, anche diversi da quelli del risparmio gestito, così da adottare interpretazioni applicative dei principi della Direttiva MiFID in forma coordinata – anche sotto il profilo temporale – per tutti gli intermediari. A prova della rilevanza di quest’ultimo profilo, valga come per il punto precedente una generalizzata accelerazione della raccolta di prodotti non direttamente investiti da interpretazioni restrittive di “livello 3” ovvero il potenziale incentivo a collocare strumenti finanziari emessi da intermediari di gruppo.

Il settore italiano del risparmio gestito ha, a nostro avviso, già sopportato un costo di adattamento troppo elevato perché sia ancora auspicabile una revisione radicale dell’orientamento normativo espresso dalla Commissione sul tema delle retrocessioni delle GPF.

Resta però fermo che la scheda “Prime linee di indirizzo in tema di *inducements*”, pur non essendo stata sottoposta alla consultazione con gli attori di mercato e pur essendo stata resa nota pochi giorni prima dell’entrata in vigore del Nuovo Regolamento Intermediari di recepimento della Direttiva MiFID, ha profondamente inciso sull’organizzazione di una parte rilevante del risparmio gestito. Posto che si condividano le osservazioni mosse all’impianto teorico della scheda e tenuto conto del fatto che questi orientamenti non hanno avuto una sistematica applicazione alla generalità dei prodotti concorrenti, la scheda appare un esempio di quanto l’interpretazione di principi di regolamentazione generali possa penalizzare uno specifico servizio di investimento.

Alla luce di queste ultime considerazioni, si ritengono particolarmente urgenti provvedimenti di “livello 3” che:

- 1) definiscano esplicitamente il regime di retrocessione, ammesso tra gli intermediari che gestiscono e distribuiscono servizi di gestione patrimoniale,



così da eliminare le incertezze ancora legate all'attuale orientamento regolamentare;

- 2) definiscano un periodo transitorio per l'adeguamento dei contratti in essere che, alla luce delle implicazioni organizzative, sia sufficiente a consentire la modifica dell'offerta di servizi di gestione patrimoniale per adeguarla al regime restrittivo di cui *sub* 1. La scadenza del 30 giugno 2008 appare troppo onerosa e tale da causare una accelerazione di quell'effetto di sostituzione avversa con prodotti meno trasparenti fintanto che per questi ultimi non venga definito un regime di regolazione equivalente (q.v. punto successivo);
- 3) definiscano una regolazione equivalente di tutte le forme di incentivo e delle caratteristiche di trasparenza *ex-ante* ed *ex-post* che caratterizzano i prodotti o servizi di investimento diversi da quelli del risparmio gestito (cfr. più in dettaglio il successivo paragrafo 2).

2. Principali questioni del “livello 3” sul Nuovo Regolamento Intermediari: l'efficace applicazione del principio del “*level playing field*” ai prodotti aventi contenuto finanziario equivalente.

Nella risposta alla consultazione sul Nuovo Regolamento Intermediari l'Assogestioni aveva già individuato alcune misure finalizzate a realizzare la concreta attuazione del principio del c.d. *level playing field* dei prodotti aventi contenuto finanziario “equivalente”. Tali suggerimenti non hanno tuttavia trovato riscontro in un preciso insieme di previsioni normative nell'ambito del Nuovo Regolamento Intermediari, malgrado la positiva valutazione al riguardo espressa dalla CONSOB.

E' invece essenziale, a giudizio di questa Associazione, che le predette misure trovino espressa collocazione quanto meno nell'ambito della regolamentazione di “livello 3”, sì da attribuire loro quella rilevanza giuridica indispensabile per realizzare condizioni di piena tutela del cliente a fronte di operazioni spesso caratterizzate, per loro natura, da significativa opacità. Come evidenziato al paragrafo precedente, la mancanza di una regolamentazione di “livello 3” che definisca concretamente un grado di tutela del risparmiatore equivalente a quello introdotto già da tempo per i prodotti di risparmio gestito determina una sostituzione avversa che non può certo restare incontrastata da parte del regolatore.

Le considerazioni che seguono muovono dalla manifesta anomalia del mercato italiano (e tedesco), per il quale si registra ormai da diversi anni una massiccia offerta di prodotti bancari strutturati e illiquidi. Il fatto che, né nei Paesi anglosassoni, né tantomeno in Francia o Spagna, tale tipologia di prodotti registri una penetrazione del mercato “*retail*” paragonabile a quella italiana o tedesca, mostra che sussiste al riguardo un regime di regolamentazione insoddisfacente. Ciò ha spinto l'Assogestioni a individuare almeno tre profili critici che attengono alla tutela del risparmiatore nel caso di collocamento di prodotti di investimento diversi dai fondi comuni d'investimento e dalle gestioni di portafoglio. I profili individuati non pretendono di essere esaustivi; e le soluzioni prospettate richiederanno una verifica approfondita delle modalità e condizioni per il loro realizzo.



I tre profili di tutela, che sembrano meritare la massima attenzione, sono i seguenti:

- 1) la definizione di uno *standard* di informazione e trasparenza pre-contrattuale in materia di: (i) indicatore sintetico di costo totale; (ii) remunerazione del soggetto collocatore; (iii) modalità e condizioni di liquidabilità dello strumento prima della scadenza, ogniqualvolta lo strumento stesso non sia valorizzato a *mark-to-market* ovvero sia illiquido;
- 2) la definizione di uno *standard* di rendicontazione e trasparenza post-contrattuale relativamente all'effettivo valore di liquidabilità dello strumento e di uno *standard* di trasparenza del rendimento realizzato che ne assicuri l'effettiva comparabilità con ogni altro prodotto sostitutivo;
- 3) la definizione di specifici oneri di "*best execution*" in capo al collocatore nel caso di vendita di strumenti finanziari che non soddisfano condizioni di liquidità.

Per quanto attiene al primo punto, le misure di "livello 3" dovrebbero anzitutto precisare che, ai fini del corretto adempimento degli obblighi informativi di cui agli articoli 31 e 32 del Nuovo Regolamento Intermediari, gli intermediari devono: (i) specificare e richiamare l'attenzione dell'investitore circa i limiti e le condizioni per la dismissione dell'investimento in strumenti finanziari illiquidi, (ii) indicare una misura sintetica di costo degli strumenti finanziari complessi che evidenzii i costi impliciti gravanti sullo strumento finanziario (come, ad esempio, quelli derivanti dall'eventuale esistenza di una struttura opzionale, da transazioni su mercati illiquidi che prevedono ampi *spread* nei prezzi di negoziazione del titolo, dalla presenza di un differenziale tra il prezzo di acquisto dello strumento da parte dell'intermediario e il prezzo di vendita dello strumento medesimo al cliente finale), (iii) indicare, in analogia a quanto avviene nel caso di collocamento di fondi comuni di investimento, la quota parte del costo complessivo che spetta al collocatore, tenendo conto di ogni meccanismo di remunerazione anche implicito nelle operazioni di negoziazione effettuate sul mercato primario e/o secondario.

Per quanto attiene al secondo punto, non può sfuggire che è proprio l'informazione continua, ossia quel complesso di informazioni rese obbligatoriamente accessibili al pubblico per l'intero corso dell'investimento, a consentire la piena ed efficace comparazione dei diversi strumenti finanziari. I fondi comuni di investimento, consentendo al risparmiatore la conoscenza continua e giornaliera della propria *performance* al valore di *mark-to-market*, consentono parimenti: i) la comparazione tra fondi e ii) l'analisi del loro rendimento storico effettivo. Entrambi questi elementi di trasparenza sono sostanzialmente indisponibili per quei prodotti bancari illiquidi, la cui *performance* di rendimento è di fatto preclusa a chi volesse condurre un'analisi di mercato. Per ciò stesso si raccomanda che, in analogia con l'obbligo di pubblicazione del NAV per i fondi comuni di investimento, ciascun strumento finanziario illiquido - o non quotato - sia sottoposto ad un obbligo di pubblicazione su base giornaliera dei valori di presunto realizzo. La pubblicazione di tali valori dovrebbe, cioè, diventare condizione necessaria affinché un qualsiasi strumento finanziario possa essere collocato presso il pubblico al di fuori del collocamento primario. Sempre nel contesto dell'informazione *post* contrattuale, risulta altresì



necessario valutare l'introduzione di più precisi obblighi di valorizzazione anche nel quadro della rendicontazione nel rapporto amministrato.

Per quanto riguarda, da ultimo, le problematiche legate alla *best execution*, il problema non ricade solo nell'ambito degli ordini con oggetto titoli privi di una pluralità di sedi di esecuzione. Infatti, pur condividendo la posizione della Commissione secondo cui, in assenza di una pluralità di sedi di esecuzione, tali strumenti necessitano di specifici meccanismi che garantiscano la correttezza e la trasparenza dei processi di *pricing*, per implementare la Direttiva MiFID sono, tuttavia, necessarie più incisive misure di tutela del risparmiatore *retail*. Al riguardo due sono i possibili approcci. In primo luogo sembra opportuno fissare limiti quantitativi allo *spread* massimo di quotazione denaro-lettera di uno strumento collocato al risparmiatore *retail*; qualora il negoziatore non potesse garantire su base continuativa uno *spread* sul mercato secondario entro il limite fissato, scatterebbe un divieto di negoziazione con clienti *retail*. In secondo luogo come già sostenuto durante la consultazione sul Nuovo Regolamento Intermediari, appare opportuno prevedere che il prezzo praticato dal negoziatore debba essere allineato a quello normalmente applicato dall'intermediario in operazioni di analoga natura; ovvero in assenza di altre negoziazioni di riferimento, debba risultare dall'adozione di un modello di valorizzazione messo a disposizione o convalidato da sistemi di valutazione indipendenti (cosiddetto *mark-to-model*). Per rendere effettiva tale regola, si ritiene comunque opportuno un obbligo di trasparenza a carico degli intermediari avente ad oggetto le condizioni alle quali il cliente al dettaglio può liquidare il proprio investimento, mentre l'intermediario avrà la piena discrezionalità di adottare il modello di valorizzazione ritenuto più opportuno.

3. Altre questioni del “livello 3” sul Nuovo Regolamento Intermediari.

A) Disciplina sugli incentivi

3.1 Compensi, commissioni o prestazioni non monetarie pagati o forniti da una SGR a un investitore. La disciplina sugli incentivi prevista per la gestione collettiva all'articolo 73 del Nuovo Regolamento Intermediari sembra differenziarsi da quella disposta per i servizi di investimento per un aspetto di particolare rilievo. Infatti, l'articolo 73, comma 1, lett. a) non menziona – tra le fattispecie di corrispettivo sottratte al generale divieto di incentivi – i compensi, le commissioni o le prestazioni non monetarie pagati o forniti dalle SGR a un investitore, contrariamente a quanto previsto dall'articolo 52, comma 1, lett. a) per clienti a cui è prestato un servizio di investimento.

A fronte di tale aporia, e in ragione della difficoltà di coglierne una qualsiasi giustificazione per la preclusione descritta, si chiede a codesta Autorità di chiarire l'ambito di applicazione della norma in questione, anche alla luce dell'impatto che essa potrebbe avere nell'attuale configurazione dei rapporti tra gestore collettivo e investitore.



In particolare si chiede di chiarire se, sulla base del nuovo articolo 73, comma 1, lett. a), possano ancora considerarsi legittime le agevolazioni finanziarie che le SGR riconoscono al cliente sotto forma di retrocessioni di commissioni di gestione o di sottoscrizione.

Si fa sin da ora presente peraltro che nel senso della legittimità di siffatte retrocessioni depone anzitutto il contenuto della bozza del nuovo schema di prospetto informativo di cui al documento di consultazione in materia di Regolamento Emittenti. Ivi infatti, anche dopo l'introduzione dell'articolo 73 sopra richiamato, si richiede di *“indicare sinteticamente se sono previste agevolazioni finanziarie connesse alla partecipazione al fondo/comparto precisandone la misura massima applicabile”*.

Inoltre si deve rilevare come una diversa interpretazione, orientata cioè nel senso di considerare precluse per le SGR le agevolazioni finanziarie al cliente sotto forma di retrocessioni di commissioni di gestione o di sottoscrizione, produrrebbe l'effetto di determinare una ulteriore disparità di trattamento rispetto agli OICR di diritto estero, per i quali una simile preclusione non è prevista. E questo in particolare qualora detti OICR fossero oggetto di acquisto da parte di un investitore istituzionale nell'ambito di gestioni di portafogli.

Né potrebbe peraltro reputarsi meccanismo omologo a quello delle agevolazioni finanziarie come sopra descritte la creazione di “classi” di quote o azioni di OICR con diversi regimi commissionali in ragione della tipologia di sottoscrittore cui sono destinate. Ed invero, al di là delle evidenti differenze strutturali e giuridiche, la costituzione di classi di OICR si rileva sicuramente più costosa per le Società rispetto al riconoscimento di uno sconto commissionale.

3.2 I compensi c.d. adeguati. Si chiede di confermare che il compenso corrisposto dalla SGR al soggetto distributore all'atto della vendita di quote o azioni di OICR o di linee di gestione costituisce un compenso adeguato ai sensi degli articoli 52, comma 1, lett. c) e 73, comma 1, lett. c) del Nuovo Regolamento Intermediari, essendo detto compenso finalizzato a remunerare, nell'interesse della SGR, l'attività di mera distribuzione dei prodotti o servizi.

Si chiede altresì di confermare che rientrano nell'ambito dei c.d. compensi adeguati i corrispettivi concernenti la esternalizzazione del servizio di gestione (collettivo o di portafogli) ovvero di funzioni operative essenziali allo svolgimento dei servizi medesimi, in considerazione del fatto che l'esternalizzazione di detti servizi e funzioni si presenta strumentale a – e spesso necessaria per – rendere più efficiente il servizio reso al cliente/investitore.

3.3 La trasparenza sugli incentivi ricevuti da terzi (e diversi dalle “competenze adeguate” che rendono possibile la prestazione di servizi di investimento o siano necessarie a tal fine). L'articolo 52, comma 2 e l'articolo 73, comma 2 del Nuovo Regolamento Intermediari consentono agli intermediari di fornire



l'informativa sugli incentivi ricevuti da terzi attraverso la comunicazione in forma sintetica dei termini essenziali degli accordi conclusi con possibilità per l'investitore di richiedere ulteriori dettagli su richiesta dello stesso.

Le Linee Guida del CESR precisano che l'informativa sintetica rispetta i requisiti di cui all'articolo 26, comma 2 della direttiva di livello 2 quando contiene informazioni adeguate che consentono all'investitore di (i) collegare l'informativa allo specifico servizio o attività che gli viene prestato ovvero ai prodotti che sono oggetto di tale servizio o attività e (ii) adottare una decisione informata sull'opportunità di aderire al servizio e di chiedere un'informativa completa.

Ciò posto questa Associazione ritiene conforme alla disciplina degli articoli 52, comma 2 e 73, comma 2 del Nuovo Regolamento Intermediari la scelta della Società, in presenza di accordi di *soft commission* o di *commission sharing*, di fornire l'informativa richiesta dalle predette norme mediante descrizione dei beni e servizi forniti da terzi e indicazione delle ragioni che inducono il gestore ad utilizzare detti beni e servizi, senza dover necessariamente dare informazioni sul metodo di calcolo.

3.4 La fattispecie delle retrocessioni di commissioni di gestione dalla “società-prodotto” al distributore. Nelle prime linee di indirizzo codesta spettabile Commissione ha precisato che la percezione da parte del distributore (collocatore/raccogliitore di ordini) di commissioni retrocesse dalla “società-prodotto” può considerarsi volta ad aumentare la qualità del servizio fornito al cliente: a) quando il distributore abbina al proprio servizio il servizio di consulenza in materia di investimenti, potendo operare in proposito la presunzione di cui al 39° considerando della direttiva di livello 2; b) quando la retrocessione consente al cliente di avere accesso ad un più ampio *range* di prodotti, con una conseguente prospettiva di *open architecture* nonché c) quando il distributore si impegna nei confronti del cliente ad ampie forme di “assistenza” in fase specie di “post-vendita”.

Detta impostazione, che dovrebbe trovare espressa collocazione nell'ambito della regolamentazione di “livello 3”, richiederebbe alcune precisazioni almeno con riferimento agli aspetti di seguito riportati.

(i) Anzitutto occorrerebbe meglio esplicitare, da un lato, che il requisito dell'innalzamento della qualità del servizio può considerarsi presunto in presenza anche solo di uno degli elementi indicati alle suddette lettere a), b) e c), dall'altro, che dette presunzioni valgono anche nel caso di commercializzazione di linee di gestione di portafogli, non essendoci differenze, sotto il profilo degli interessi tutelati dalla normativa applicabile, tra questa fattispecie e quella afferente la distribuzione di un prodotto finanziario.

(iii) In secondo luogo occorrerebbe stabilire chiaramente che rientra nella piena autonomia delle “società-prodotto” determinare - nel rispetto di condizioni di



equilibrio reddituale - modalità, criteri di definizione e misura delle commissioni da retrocedere al distributore, con la conseguenza che le società sono libere di differenziare l'entità delle retrocessioni sia in relazione ai destinatari che alla tipologia di OICR offerti (ad es. fondi azionari, obbligazionari, speculativi, ecc).

3.5 Ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore. Si condivide la decisione di affrontare nell'ambito delle misure di "livello 3" la ricerca in materia di investimenti (di seguito solo "ricerca") che gli intermediari negozianti riconoscono ai gestori; infatti, vi è l'esigenza di un orientamento chiaro da parte della Commissione, prestandosi la materia in questione ad interpretazioni assai differenti con il conseguente rischio di adottare condotte che potrebbero essere giudicate non conformi al Nuovo Regolamento Intermediari.

Va anzitutto osservato come in alcuni Stati membri il tema della ricerca sia stata oggetto di un approfondito confronto tra il mercato e le rispettive Autorità di vigilanza; si auspica dunque che l'avvio di questa consultazione costituisca solo la prima occasione di un ampio confronto sul tema.

Venendo alle questioni specifiche sollevate dalla Commissione, si ritiene anzitutto condivisibile ricondurre la fornitura di ricerca alla disciplina sugli incentivi; sulla base di specifici accordi, infatti, il gestore ottiene dagli intermediari negozianti o da terze parti una prestazione non monetaria aggiuntiva rispetto all'esecuzione degli ordini, costituita appunto dalla ricerca. In tale circostanza, le commissioni pagate per detta prestazione non monetaria sono incluse all'interno delle commissioni di intermediazione applicate dagli stessi intermediari negozianti e poste a carico dei clienti e degli OICR gestiti.

Di conseguenza, la legittimità della percezione da parte del gestore di beni o servizi legati alla fornitura di ricerca dovrebbe essere vagliata alla luce dell'articolo 52, comma 1, lett. b) e dell'articolo 73, comma 1, lett. b) del Nuovo Regolamento Intermediari; qualunque valutazione sull'ammissibilità o meno di tali forme di incentivo dovrebbe essere condotta mediante la verifica del rispetto delle condizioni 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 dei clienti o degli OICR, oltre naturalmente all'obbligo di *disclosure*.

Circa le condizioni di ricevibilità della ricerca è necessario che le misure di "livello 3" consentano un sufficiente margine di flessibilità in merito (i) al rapporto tra ricerca elaborata o acquisita direttamente dalla Società e quella fornita dall'intermediario negoziante o da terze parti attraverso le commissioni di intermediazione nonché (ii) alla definizione delle caratteristiche e della natura che quest'ultima può assumere. In caso contrario, infatti, rischierebbe di essere compromessa la possibilità per il gestore, e di conseguenza per i clienti e per gli investitori, di usufruire del valore aggiunto che professionalità e specifiche competenze esterne possono fornire.



In questa prospettiva si osserva come alcune Autorità di vigilanza di altri Stati membri, che già disciplinano la materia, considerano ammissibile la fornitura di ricerca quando questa (i) è in grado di fornire valore aggiunto alla decisione di investimento o di negoziazione, fornendo nuove indicazioni e informazioni nel momento in cui è adottata tale decisione per conto dei clienti; (ii) 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; (iii) è rigorosa e non si limita ad affermare ciò che è comunemente noto o evidente; (iv) comprende un'analisi o un'elaborazione di dati volte a raggiungere conclusioni significative.

Al riguardo si fa infine presente che l'Associazione ha istituito un gruppo di lavoro finalizzato ad analizzare le questioni di maggior rilievo che afferiscono la tematica in oggetto.

B) Contratti relativi alla prestazione del servizio di gestione di portafogli.

3.6 Nuova nozione di gestione di portafoglio. Le misure di livello 3 dovrebbero esplicitare che la nuova nozione di gestione di portafogli introdotta nel d.lgs n. 58/98 - secondo la quale costituisce gestioni di portafogli "la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che *includono uno o più strumenti finanziari* nell'ambito di un mandato conferito dai clienti" - amplia le possibilità di investimento dei portafogli dei clienti, rendendo possibile l'investimento oltre che in strumenti finanziari anche in valute.

3.7 Descrizione dei rischi della gestione. Con riferimento all'informativa precontrattuale da consegnare al cliente e, specificamente, a quella di cui all'articolo 31 del Nuovo Regolamento Intermediari, si reputa che la medesima debba essere riferita ai rischi del servizio di gestione complessivamente inteso e non già ai singoli strumenti finanziari che costituiscono oggetto di investimento del portafoglio gestito. Ciò consentirebbe di fornire al cliente informazioni effettivamente significative per assumere una decisione di investimento consapevole, essendo, del resto, i rischi degli strumenti finanziari che costituiscono oggetto di investimento per definizione "intermediati" dal gestore e, dunque, non direttamente rilevanti per il cliente.

3.8 Definizione di effetto leva. L'articolo 38, comma 1, lettera c) del Nuovo Regolamento Intermediari chiede di indicare nel contratto se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da "effetto leva".

Al riguardo si ritiene conforme alla previsione dell'articolo 38 l'indicazione nel contratto della possibilità dell'intermediario di utilizzare una leva finanziaria superiore all'unità vale a dire la possibilità del gestore di contrarre obbligazioni per conto del cliente che lo impegnano oltre il patrimonio conferito in gestione.



Sulla base di detta definizione, l'acquisto da parte del gestore di opzioni, di *warrant* e di *certificates* per conto del cliente non dovrebbe dunque avere riflessi ai fini della determinazione dell'effetto leva.

Si fa presente che la delimitazione del concetto di effetto leva nei termini sopra indicati è peraltro funzionale al corretto adempimento dell'obbligo di rendicontazione mensile previsto dall'articolo 54, comma 3, lettera c) del Nuovo Regolamento Intermediari per l'ipotesi di contratti caratterizzati, appunto, da "effetto leva".

3.9 Definizione e modalità di calcolo della soglia delle perdite nelle gestioni di portafogli. In relazione al contenuto degli articoli 37, comma 1 lettera e) e 55 del Nuovo Regolamento Intermediari si chiede di confermare che:

- (i) la soglia delle perdite oltre la quale è prevista la comunicazione di cui al citato articolo 55 deve essere calcolata con riferimento al controvalore del portafoglio gestito e non in relazione alla singola "posizione aperta scoperta";
- (ii) la comunicazione di cui all'articolo 55 del Nuovo Regolamento Intermediari deve essere effettuata soltanto nel caso in cui il portafoglio del cliente sia caratterizzato da effetto leva, potendo l'effetto leva considerarsi sostanzialmente equivalente al concetto di "posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali";
- (iii) la possibilità di calcolare la suddetta soglia in conformità del previgente Regolamento Intermediari e, cioè, come percentuale del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, aumentato o diminuito degli eventuali conferimenti e prelievi effettuati dal cliente.

4. Sintesi delle Linee Guida in tema di "Best execution nella gestione di patrimoni".

In considerazione della particolare rilevanza della disciplina sulla *best execution* introdotta dal Nuovo Regolamento Intermediari, la Assogestioni ha predisposto delle Linee Guida ad uso delle proprie Associate che intendono trasmettere ordini ad altre entità, provvedere direttamente alla loro esecuzione oppure utilizzare entrambe le modalità operative. Il documento affronta le questioni che assumono rilievo per le Associate in relazione alle quali sono state definite delle linee interpretative partendo, ove possibile, dagli orientamenti emersi a livello comunitario o dalle valutazioni formulate da codesta spettabile Autorità in sede di emanazione del Nuovo Regolamento Intermediari.

La Parte I delle Linee Guida illustra i principi applicativi per la trasmissione degli ordini e dedica particolare attenzione al processo di selezione delle entità e al contenuto della strategia di trasmissione, senza tralasciare le problematiche legate all'assenza di una disciplina dettagliata per il monitoraggio e per il riesame. La Parte



Il, invece, affronta gli aspetti di maggiore rilevanza per l'esecuzione di ordini, come ad esempio la selezione delle sedi di esecuzione, il contenuto della strategia di esecuzione, le comunicazioni delle informazioni, il monitoraggio e la revisione. La Parte III delinea per entrambe le modalità operative alcune procedure - anche con riferimento agli strumenti finanziari illiquidi - che le Società dovrebbero adottare allo scopo di garantire una corretta ed efficace applicazione della disciplina sulla *best execution*. Infine, allo scopo di agevolare le Associate nell'adempimento degli obblighi di comunicazione previsti dal Nuovo Regolamento Intermediari, le Linee Guida definiscono, per la gestione di portafogli, un modello di documento informativo sulla strategia di esecuzione (cfr. Allegato I) e individuano, per la gestione collettiva, le informazioni da inserire, eventualmente, nel prospetto informativo (cfr. Allegato II).

Di seguito, si espongono le linee interpretative di maggiore interesse che l'Associazione ha ritenuto opportuno formulare in merito alle problematiche emerse durante la prima applicazione della normativa recentemente introdotta.

4.1 Best execution nella gestione del patrimonio di fondi immobiliari (cfr. introduzione delle Linee Guida). La Commissione ha precisato che le norme in tema di *best execution* non dovrebbero essere applicate alle SGR che gestiscono fondi mobiliari chiusi specializzati nel *private equity* o *venture capital*, con particolare riferimento all'attività caratteristica di tali organismi di investimento collettivo. Quando l'operatività di tali fondi si concretizzi in investimenti temporanei di liquidità in strumenti del mercato monetario (tipicamente nella fase di *start up* e in quella terminale), le SGR sono invece tenute ad applicare le norme sulla *best execution*.

Le Linee Guida chiariscono che le considerazioni svolte dalla Commissione per i fondi di *private equity* e *venture capital* valgono anche per i fondi immobiliari che, per loro natura, investono prevalentemente in beni immobili (strumenti finanziari o beni diversi dagli strumenti finanziari). Non si ravvisano infatti ragioni di carattere sostanziale tali da trattare in modo differente le due fattispecie.

4.2 Best execution e ruolo della ricerca (cfr. Parte I, Linea Guida n. 1.2). Le Linee Guida chiariscono il rapporto tra la ricerca ammissibile e la *best execution* nell'intento di riconoscere al gestore la possibilità di scegliere l'intermediario negoziatore da cui ricevere la ricerca, pur sempre nel rispetto dell'interesse del cliente e dell'OICR al miglior risultato possibile per gli ordini trasmessi per loro conto. In particolare, si prevede che i gestori non considerino la ricerca un fattore di *best execution*, poiché questa non attiene strettamente all'esecuzione degli ordini e quindi non deve influenzare la scelta dei negozianti 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 quei negozianti, inclusi nella strategia di trasmissione, che offrono la migliore qualità di ricerca ammissibile; 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 Nuovo Regolamento Intermediari.

4.3 Request for quote (RFQ) (cfr. introduzione e Parte II, Linee Guida n. 1.1). Le Linee Guida chiariscono che, qualora le SGR si rivolgano ad un soggetto in modalità di RFQ per l'acquisto ad esempio di obbligazioni o derivati, queste concludono l'operazione eseguendo un ordine ai sensi dell'articolo 45 del Nuovo Regolamento Intermediari. Nella fattispecie descritta, il soggetto con cui si conclude l'operazione costituisce una vera e propria sede di esecuzione al pari delle altre sedi previste dall'articolo 2 del Nuovo Regolamento Intermediari (ad esempio, un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione); quindi, in considerazione della natura dell'operazione, le SGR dovrebbero conformarsi alla normativa prevista per l'esecuzione degli ordini e, di conseguenza, adottare una strategia di esecuzione che consenta di ottenere il miglior risultato possibile.

4.4 Direct Market Access (cfr. introduzione e Parte I, Linea Guida n.1.1) Le Linee Guida chiariscono inoltre che rientra nella fattispecie di trasmissione degli ordini l'ipotesi in cui le Società utilizzino sistemi di *Direct Market Access* (DMA) messi a disposizione da un intermediario; in tal caso, infatti, le Società non accedono alla sede di esecuzione in via diretta, ma sempre tramite l'intermediario a cui questa si rivolge il quale, ad esempio, aderisce al mercato regolamentato su cui un particolare ordine viene eseguito. Nella fattispecie descritta, pertanto, l'entità che fornisce il sistema di DMA è tenuta a rispettare la propria strategia di esecuzione per quelle parti dell'ordine non comprese nelle istruzioni impartite dalla Società al momento della sua trasmissione.

4.5 L'accesso diretto al mercato da parte delle SGR e i c.d. costi di esecuzione (cfr. Parte II, Linea Guida n. 2.2). Le Linee Guida definiscono il ruolo dei costi di esecuzione per le SGR che eseguono direttamente gli ordini nell'ambito del servizio di gestione di portafogli e di gestione collettiva. Tali costi - ossia le commissioni proprie e i costi delle stesse SGR - sono costituiti da una componente fissa, riconducibile ad esempio ai costi sostenuti per la predisposizione delle strutture operative per l'accesso ad un mercato regolamentato, e da un componente variabile, legata prevalentemente all'esecuzione di ciascun ordine per conto del cliente o dell'OICR gestito. Ad avviso di questa Associazione, in caso di accesso diretto alle *execution venues* i costi di esecuzione della SGR dovrebbero costituire una componente separata dalle commissioni di gestione; questa soluzione, oltre a garantire maggiore trasparenza, permette di apprezzare in modo autonomo i costi di esecuzione della Società similmente a quanto accade per le commissioni di intermediazione nell'ipotesi di trasmissione degli ordini ad un intermediario negoziatore. In particolare, per le gestioni collettive si ritiene che detti costi possano essere ricondotti nell'ambito dei "costi connessi con l'acquisizione e la dismissione delle attività del fondo". Sul punto è intenzione dell'Associazione interessare anche i competenti Uffici della Banca d'Italia.



4.6 Gli ordini di sottoscrizione o di rimborso di OICR non quotati (cfr. Parte II, Linea Guida n. 2.1). Al fine di definire l'ambito di applicazione della disciplina sulla *best execution* per gli ordini di sottoscrizione o di rimborso di OICR non quotati, le Linee Guida chiariscono che le SGR e le SICAV possono limitarsi ad indicare nella propria strategia di esecuzione che detti ordini vengono eseguiti sulla base del valore unitario della quota calcolato dalle Società. Si ritiene sufficiente tale indicazione, in quanto per l'investimento in OICR non quotati non esiste un problema di *best execution* in senso stretto non costituendo le SGR e le SICAV sedi di esecuzione ai sensi dell'articolo 2 del Nuovo Regolamento Intermediari; inoltre, per gli OICR vi è sempre un NAV ufficiale per *trade date*. In siffatte circostanze le Linee Guida mantengono comunque fermo l'obbligo generale delle Società, quando acquistano quote o azioni di OICR non quotati, di agire nel miglior interesse dei clienti e degli investitori.

4.7 La *best execution* in presenza di deleghe di gestione del patrimonio (cfr. Parte I, Linea Guida n. 3.1 e Parte II, Linea Guida n. 6.1). Le Linee Guida chiariscono le modalità di adempimento degli obblighi informativi previsti dalla disciplina sulla *best execution* nel caso in cui la gestione della totalità o di parte del patrimonio di un OICR, ovvero del portafoglio di un cliente, sia affidata ad un intermediario abilitato; in tale circostanza, le SGR possono limitarsi a comunicare agli investitori e al cliente le informazioni relative alla propria strategia di trasmissione/di esecuzione, avendo cura che l'intermediario delegato eserciti la delega in modo coerente con la strategia di trasmissione/di esecuzione delineata dalla SGR e comunicata agli investitori e ai clienti.

Nel caso della c.d. delega genetica le Linee Guida prevedono che, se non diversamente stabilito, è la SGR promotrice a dover comunicare agli investitori la strategia di trasmissione/di esecuzione adottata dalla SGR gestore (cfr. Parte I, Linea Guida n. 3.2. e Parte II, Linea Guida n. 6.3.)

4.8 Informazioni sulla strategia di esecuzione adottata dalle SGR nella prestazione del servizio di gestione collettiva: l'utilizzo di market makers (cfr. Parte II Linee Guida nn. 6.2.1 e 6.3). Ai sensi degli articoli 46, comma 1 lettera a) e 68, comma 4 del Nuovo Regolamento Intermediari le SGR che accedono direttamente al mercato per l'esecuzione di ordini dei portafogli individuali e collettivi dalle stesse gestiti sono tenute a fornire ai clienti/investitori "informazioni appropriate" circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata.

Nel caso specifico della gestione di portafogli, l'articolo 46 individua le informazioni che le Società devono comunicare al cliente al dettaglio includendovi, tra l'altro, "l'elenco delle sedi di esecuzione sulle quali l'intermediario fa notevole affidamento ...". Nessuna indicazione specifica è invece prevista in ordine alle informazioni appropriate da fornire con riferimento alla gestione collettiva.

In tale contesto le Linee Guida considerano conforme alla disciplina dell'articolo 68, comma 4 del Nuovo Regolamento Intermediari la scelta della Società, in caso di



utilizzo di *market makers* per l'esecuzione di ordini per conto degli OICR gestiti, di fornire una dichiarazione di avvalersi di intermediari di elevato *standing* con possibilità per l'investitore di richiedere ulteriori dettagli.

4.9 Procedure ed organi competenti in caso di strumenti finanziari illiquidi (cfr. Parte III, Linea Guida n.1). Con riferimento alla gestione collettiva, l'articolo 68 del Nuovo Regolamento Intermediari inserisce "le condizioni di liquidabilità" tra i criteri per stabilire l'importanza relativa dei fattori di *best execution*, in considerazione della rilevanza che queste rivestono ai fini della realizzazione del miglior risultato possibile per gli OICR gestiti. In tale contesto, le Linee Guida suggeriscono alle SGR di attribuire alla funzione di gestione del rischio la verifica sull'operatività in strumenti finanziari con scarsa liquidità nonché di individuare gli organi a cui conferire la competenza per (i) la definizione del grado di esposizione degli OICR gestiti al rischio liquidità; (ii) la definizione e il controllo dei parametri per la valutazione del rischio di liquidità degli strumenti finanziari; (iii) l'approvazione degli investimenti in strumenti finanziari scarsamente liquidi; (iv) la verifica e la segnalazione delle anomalie di prezzo degli strumenti finanziari scarsamente liquidi e l'adozione delle misure conseguenti.

5. Sintesi delle Linee Guida sugli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza da parte delle SGR.

La Assogestioni ha predisposto Linee Guida sugli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza da parte delle SGR, con l'intento di fornire alle proprie Associate alcuni principi volti ad agevolare la corretta applicazione della disciplina prevista dal Nuovo Regolamento Intermediari nello svolgimento dei servizi e delle attività con riguardo alle quali detti obblighi vengono in considerazione. Le Linee Guida individuano, altresì, alcuni principi volti a meglio chiarire la ripartizione di compiti e responsabilità tra soggetti che intervengono nel processo di distribuzione del servizio di gestione di portafogli ovvero di quote o azioni di OICR.

Sotto il profilo strutturale, le Linee Guida si compongono di quattro Parti. Le Parti I e II sono dedicate alla valutazione di adeguatezza e, rispettivamente, di appropriatezza; ciascuna di esse è, a propria volta, articolata in cinque Titoli, il cui contenuto riflette il procedimento logico che le Società dovrebbero compiere nell'applicazione degli obblighi in questione (Titolo I - Ambito di applicazione; Titolo II - Le informazioni dai clienti e il profilo del cliente; Titolo III - La valutazione iniziale di adeguatezza/appropriatezza; Titolo IV - La valutazione di adeguatezza/appropriatezza nella prestazione del servizio; Titolo V - La conservazione delle informazioni). Le Parti III e IV delle Linee Guida considerano il caso in cui i servizi o i prodotti delle Società siano commercializzati/distribuiti da altro intermediario.

Le Linee Guida sono poi corredate di tre Allegati: gli Allegati I e II contengono questionari *standard* utilizzabili per l'acquisizione delle informazioni funzionali alla valutazione di adeguatezza e di appropriatezza; l'Allegato III fornisce indicazioni



atte a semplificare l'effettuazione della valutazione di adeguatezza/appropriatezza, illustrando un sistema che consente di abbinare al cliente/investitore uno o più prodotti/servizi per lui adeguati/appropriati.

Di seguito, si espongono le linee interpretative di maggiore interesse che l'Associazione ha ritenuto opportuno formulare in merito alle problematiche emerse durante la prima applicazione della normativa recentemente introdotta.

5.1 Delimitazione dell'ambito di applicazione degli obblighi di adeguatezza/appropriatezza alle SGR (cfr. Parti I e II, Linee Guida nn.1). Le Linee Guida definiscono l'ambito di applicazione degli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza precisando che l'obbligo di valutazione di adeguatezza si applica alle SGR nella prestazione dei servizi di gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti, nonché nello svolgimento dell'attività di commercializzazione di quote o azioni di OICR abbinata al servizio di consulenza in materia di investimenti.

L'obbligo di valutazione di adeguatezza non si applica, invece, nel caso di esternalizzazione del servizio di gestione collettiva o di portafogli. Tale attività infatti non integra lo svolgimento del servizio di gestione di portafogli, bensì costituisce una modalità con la quale il soggetto delegante decide di espletare la propria attività di gestione, individuale o collettiva.

L'obbligo di valutazione della appropriatezza viene in rilievo nell'ambito dell'attività di commercializzazione diretta di quote o azioni di OICR, eventualmente preceduta dall'attività di consulenza c.d. generica e non abbinata al servizio di consulenza in materia di investimenti.

5.2 Qualificazione giuridica degli obblighi di adeguatezza/appropriatezza (Introduzione alle Linee Guida). Allo scopo di chiarire la portata degli obblighi in oggetto, le Linee Guida precisano che i medesimi si traducono in un'obbligazione *di mezzi*, la cui idoneità è da valutare secondo un criterio *ex ante*, e non già un'obbligazione di risultato da verificare *ex post*. Pertanto se a seguito di un consiglio reso dall'intermediario con la diligenza professionale del settore (e quindi valorizzando *ex ante* le informazioni a sua disposizione) il titolo consigliato dovesse risultare *ex post* "marcio" questo non determina automaticamente una responsabilità dell'intermediario.

5.3 Predisposizione di questionari standard (cfr. Allegati I e II nonché Parti I e II, Linee Guida nn. 3, commenti). Le Linee Guida sono corredate di due questionari *standard*, rispettivamente adottabili per la valutazione di adeguatezza (Allegato I) e di appropriatezza (Allegato II). Le informazioni contenute nei suddetti questionari rappresentano un *set* completo per effettuare le valutazioni cui sono funzionali, ferma restando la libertà delle Società di acquisirle in tutto o in parte in considerazione delle circostanze del caso concreto e del principio di proporzionalità e relatività. Così, ad esempio, le Società – sulla base del principio di proporzionalità



- potrebbero non considerare rilevanti alcune informazioni nel caso di operazioni relative a OICR armonizzati (o comunque non complessi) o di gestioni di portafogli caratterizzate da un basso grado di rischiosità e complessità.

5.4 Procedura per la valutazione di adeguatezza/appropriatezza (cfr. Allegato III). Come anticipato, l'Allegato III alle Linee Guida descrive, a mero titolo esemplificativo, una procedura che le Società possono in concreto adottare per pervenire ad un giudizio di adeguatezza/appropriatezza. Detta procedura si articola in tre fasi: Fase A - determinazione del profilo del cliente/investitore; Fase B - determinazione del profilo del prodotto/servizio distribuito/commercializzato; Fase C - valutazione di adeguatezza/appropriatezza mediante associazione del profilo del cliente/investitore al profilo del prodotto/servizio.

Ai fini della determinazione del profilo del cliente/investitore (Fase A), il citato Allegato III alle Linee Guida prevede un sistema basato sulla individuazione di uno "score" in corrispondenza delle singole risposte previste dai questionari per la valutazione di adeguatezza/appropriatezza. Lo "score" assegnato alle singole risposte viene definito dalle singole Società sulla base dell'importanza relativa che intendono dare a ciascuna informazione (ad esempio, ai fini della valutazione di appropriatezza, le Società possono privilegiare la conoscenza degli strumenti finanziari rispetto al livello di istruzione o, più nel dettaglio, assegnare uno "score" maggiore alla conoscenza di strumenti finanziari complessi rispetto a strumenti non complessi). Le Società definiscono, quindi, preventivamente i profili assegnabili al cliente/investitore (ad esempio, profilo basso: "score" tra 0 e 20; profilo medio-basso: "score" tra 21 e 40; profilo medio: "score" tra 41 e 60; profilo medio-alto: "score" tra 61 e 80; profilo alto: "score" tra 81 e 100). La sommatoria degli "score" ottenuti dal cliente/investitore in relazione alle risposte date al questionario è utilizzata per assegnare al cliente/investitore un determinato profilo: ad esempio, se sulla base del questionario informativo il cliente/investitore ha ottenuto uno "score" pari a 65 può essere assegnato un profilo cliente/investitore medio-alto.

Per quanto concerne la Fase B, relativa alla profilatura del prodotto/servizio (strumenti finanziari; servizio di investimento), le Società assegnano a ciascun prodotto/servizio distribuito/commercializzato un profilo (basso, medio-basso, medio, medio-alto, alto), in relazione alla classificazione degli stessi in categorie omogenee. Tale classificazione può essere effettuata sulla base della tipologia del prodotto/servizio (ad esempio: fondi monetari, obbligazionari, flessibili, azionari, *hedge*, *single/multi manager*, ecc.), delle caratteristiche del portafoglio (componente prevalente in portafoglio, percentuale dell'investito, ecc.), dei parametri di rischio (volatilità, VaR, ecc.). Il profilo prodotto è stabilito preventivamente ed è soggetto a revisione periodica al fine di aggiornarlo alla luce dei dati/analisi di portafoglio.

Dopo aver effettuato la profilatura del cliente/investitore e quella dei prodotti/servizi, le Società possono agevolmente compiere la valutazione di adeguatezza/appropriatezza (Fase C) associando il profilo cliente/investitore al



profilo del prodotto/servizio: il prodotto è adeguato/appropriato al cliente/investitore se il profilo cliente/investitore è uguale o superiore al profilo del prodotto/servizio.

Tale procedura appare particolarmente utile nella misura in cui consente, a fronte di richieste del cliente di sottoscrivere ad esempio ulteriori linee di gestione o fondi comuni di investimento ovvero ancora di effettuare operazioni di *switch*, di non dover procedere ad una nuova valutazione di adeguatezza/appropriatezza quando il profilo della linea di gestione o del fondo comune di investimento richiesti dal cliente/investitore rientrano tra quelli già associati al profilo del cliente/investitore stesso.

5.5 Valutazione di adeguatezza/appropriatezza per particolari tipologie di rapporti

5.5.1 Rapporti cointestati (cfr. Parti I e II, Linee Guida nn. 1). A fronte della frequente ricorrenza di “cointestazioni” di rapporti di gestione o di sottoscrizione di quote o azioni di OICR, si è reputato coerente con quanto precisato dalla stessa CONSOB nell’incontro del 18 dicembre 2007, ribadire nelle Linee Guida il principio per cui, in tali casi, le Società definiscono con il cliente le modalità di adempimento degli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza. Fermo detto principio generale, le Linee Guida specificano che, a tal fine, le Società possono prevedere che le valutazioni in discorso possano essere effettuate con riguardo al rapporto unitariamente considerato anziché ai singoli soggetti intestatari, in quanto portatori di una posizione unitaria. In tal caso, le Società chiedono agli intestatari il soggetto (c.d. Soggetto di riferimento) con riguardo al quale valutare l’adeguatezza o l’appropriatezza.

5.5.2 Rapporti delegati e fiduciari (cfr. Parti I e II, Linee Guida nn. 1). Le Linee Guida, conformemente a quanto previsto dalla Commissione nel documento sugli esiti della consultazione al Nuovo Regolamento Intermediari, stabiliscono che, in caso di rapporti delegati o fiduciari, le Società effettuano la valutazione di adeguatezza o appropriatezza con riferimento al soggetto delegante o fiduciante.

5.6 Valutazione di adeguatezza di particolari categorie/tipologie di clienti

5.6.1 Clienti con finalità previdenziali (cfr. Parte I, Linea Guida n. 4, paragrafo 5). Allo scopo di agevolare la valutazione di adeguatezza funzionale alla prestazione del servizio di gestione del patrimonio di clienti professionali, di diritto o su richiesta, con finalità previdenziali (ad esempio, fondi pensione; casse di previdenza), le Linee Guida consentono alle Società di non chiedere a tali clienti le informazioni sulla loro situazione finanziaria; si ritiene infatti che la finalità istituzionale del cliente renda irrilevanti le informazioni sulla sua situazione finanziaria e necessarie soltanto quelle sui relativi obiettivi di investimento.



Coerentemente con l'impostazione sopra descritta le Linee Guida stabiliscono che, nel valutare se le caratteristiche di una gestione sono adeguate al patrimonio di un cliente professionale di diritto o su richiesta con finalità previdenziali, le Società hanno diritto di presumere che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento. La medesima presunzione vale per i clienti su richiesta del tipo in discorso ai quali sia prestato il servizio di consulenza in materia di investimenti (cfr. *Parte I, Linea Guida n. 8, paragrafo 6 e Linea Guida n. 9, paragrafo 4*).

5.6.2 Clienti con "obiettivi di investimento" predefiniti (cfr. *Parte I, Linea Guida n. 5, paragrafo 2*). Al fine di rendere l'acquisizione delle informazioni in oggetto maggiormente coerente con il tipo di cliente che viene in considerazione nonché per esigenze di semplificazione operativa, le Linee Guida prevedono che nel caso di clienti con obiettivi di investimento predefiniti, le Società possono acquisire, in luogo di informazioni puntuali in ordine ai relativi obiettivi di investimento, la documentazione del cliente nella quale sono indicati i suddetti obiettivi.

5.6.3 Clienti professionali di diritto con "gestioni" predefinite (cfr. *Parte I, Linea Guida n. 8, paragrafo 7*). Al fine di adattare l'obbligo di valutazione di adeguatezza all'ipotesi, di frequente verifica nella prassi, per cui un cliente professionale di diritto chiede al gestore che gli venga prestata una gestione avente determinate caratteristiche, individuate dallo stesso cliente, le Linee Guida prevedono che, in tal caso, le Società hanno diritto di presumere che la gestione sia adeguata al cliente.

5.7 Assenza o insufficienza di informazioni nella valutazione di adeguatezza (cfr. *Parte I, Linea Guida n. 7*). Ferma restando l'impossibilità di prestare i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestioni di portafogli in caso di assenza o insufficienza di informazioni, le Linee Guida prevedono che in tali casi è comunque possibile prestare - sulla base del principio di proporzionalità - servizi alternativi a quelli citati, commisurati al livello di dettaglio delle informazioni che il cliente ha fornito. Ad esempio, nella situazione in commento: (i) un cliente può accettare un servizio di consulenza relativo ad una parte del suo portafoglio, sulla base di informazioni minori rispetto a quelle da acquisire per un servizio di gestione di portafogli relativo all'intero portafoglio del cliente. In tal caso, anche se offerto o fornito un servizio più limitato, qualsiasi raccomandazione o operazione effettuata deve essere adeguata al cliente; (ii) la Società può, su richiesta del cliente, dare esecuzione ad un'operazione non adeguata nell'ambito dell'attività di commercializzazione di quote o azioni di OICR (anziché di consulenza o gestione di portafogli), eventualmente prestata dalla Società (ove l'operazione riguardi, evidentemente, l'acquisto di quote o azioni di OICR commercializzati dalla Società stessa). In tal caso le Società dovranno procedere alla valutazione di appropriatezza, potendo, allo scopo, utilizzare le informazioni in proprio possesso.

5.8 Sopravvenuta inadeguatezza della gestione di portafogli/dell'OICR (cfr. *Parte I, Linea Guida n. 10, paragrafo 4 e Parte II, Linea Guida n. 7, paragrafo 4*). Al fine di tenere conto delle diverse eventualità suscettibili di verificarsi nella



prassi, le Linee Guida disciplinano i casi in cui una gestione di portafogli non sia più adeguata al cliente per variazione del profilo del cliente medesimo ovvero per sopravvenute modificazioni delle caratteristiche della gestione stessa, derivanti da cause non imputabili alle Società (ad esempio, mutato andamento dei mercati e conseguente innalzamento del livello di rischio della gestione). Le Linee Guida prevedono che, in entrambe le ipotesi descritte, le Società devono comunicare al cliente la sopravvenuta non adeguatezza della gestione invitando il cliente medesimo a fornire tempestivamente e, comunque non oltre il giorno lavorativo successivo a quello di ricezione della suddetta comunicazione, apposite istruzioni (come ad esempio, la richiesta di passaggio ad altra linea di gestione conforme al proprio profilo). Nell'ambito di detta comunicazione, le Società avvertono altresì il cliente del fatto che, ove costui non fornisca istruzioni entro un congruo termine, le Società dovranno rinunciare al mandato ai sensi dell'articolo 1727 c.c.

Coerentemente con le norme che regolano l'appropriatezza, le Linee Guida stabiliscono che nel caso in cui un OICR o comparto non sia più appropriato all'investitore, per variazione del profilo di costui (eventualmente intervenuta nel frattempo e al contempo resa nota all'intermediario) ovvero delle caratteristiche dell'OICR o comparto stesso, le Società devono provvedere all'apposita comunicazione prevista dall'articolo 42, comma 3, del Nuovo Regolamento Intermediari.

5.9 Richiesta da parte del cliente di operazioni non adeguate (cfr. Parte I, Linea Guida n. 12, paragrafi 1 e 2). Al fine di fornire indicazioni su come procedere nel caso in cui un cliente chieda alle Società il compimento di operazioni non adeguate, le Linee Guida prevedono che in tali casi le Società hanno, anzitutto, l'obbligo di non eseguire l'operazione, comunicando al cliente la non adeguatezza dell'operazione medesima. Tale adempimento è funzionale ad evitare che la Società stessa possa essere considerata negligente o inadempiente ai propri obblighi. Peraltro, nell'ambito della suddetta comunicazione le Società possono chiedere al cliente se siano intervenute modificazioni nelle informazioni da questi fornite; in caso positivo, all'esito dell'eventuale individuazione di un nuovo profilo del cliente, le Società possono effettuare una specifica valutazione di adeguatezza dell'operazione dando, se del caso, esecuzione alla medesima.

Al fine di conferire maggiore flessibilità al rapporto tra Società e cliente, le Linee Guida riconoscono la possibilità per le SGR di eseguire operazioni non adeguate richieste dal cliente anziché nella prestazione di servizi di gestione di portafoglio e consulenza, nell'attività di commercializzazione eventualmente svolta dalle Società. Tale possibilità viene comunque subordinata, oltre che alla previa comunicazione della non adeguatezza dell'operazione, anche ad una specifica richiesta da parte del cliente, integrata dalla dichiarazione di non voler ricevere il servizio di consulenza, ove l'attività di commercializzazione sia svolta in abbinamento al servizio di consulenza. Detta soluzione sembra riconducibile a quanto previsto dal CESR nel parere 05-290b, p.27.



5.10 Valutazione di adeguatezza delle operazioni realizzate dall'intermediario nell'ambito di un rapporto continuativo (cfr. Parte I, Linea Guida n. 8, paragrafo 8 e Linea Guida n. 9, paragrafo 5). In linea con le osservazioni contenute nel documento sugli esiti della consultazione al Nuovo Regolamento Intermediari, le Linee Guida fissano il principio per cui le operazioni realizzate nel quadro di una gestione di portafogli individuata come adeguata per il cliente si presumono adeguate al medesimo quando sono conformi alle caratteristiche della gestione stessa, come definite nel contratto, e, quindi, non necessitano di essere singolarmente sottoposte ad una ulteriore, specifica, valutazione di adeguatezza. Il medesimo principio trova applicazione anche con riguardo alle raccomandazioni formulate nell'ambito di un servizio di consulenza prestato in via continuativa.

5.11 Richiesta da parte dell'investitore di effettuare ulteriori operazioni sugli OICR (cfr. Parte I, Linea Guida n. 11, paragrafo 1, Parte II, Linea Guida n. 8, paragrafo 1 e Parte IV, Linea Guida n. 1, paragrafo 2). Le Linee Guida prevedono che quando le Società ricevono da un cliente, che abbia già sottoscritto quote o azioni di OICR dalle stesse commercializzati in abbinamento o meno al servizio di consulenza, richieste di ulteriori operazioni su OICR sempre commercializzati dalle Società medesime, le stesse devono procedere ad una nuova valutazione di adeguatezza/appropriatezza solo se il nuovo OICR o comparto non rientri tra quelli che le Società hanno già ritenuto adeguati/appropriati all'investitore ovvero risulti, sulla base delle procedure adottate, caratterizzato da un profilo maggiore rispetto al profilo dell'investitore.

A completamento della disciplina illustrata, le Linee Guida considerano anche l'ipotesi in cui un cliente, che abbia sottoscritto un OICR presso un distributore (il quale potrebbe avere effettuato al cliente stesso una valutazione di adeguatezza/appropriatezza/nessuna valutazione a seconda del servizio prestato nella fase di distribuzione), chiede direttamente alla Società di effettuare un'operazione di *switch*. In tal caso le Linee Guida prevedono, anzitutto, la possibilità della SGR di fare affidamento sulla valutazione di appropriatezza effettuata dal distributore e dallo stesso eventualmente trasmessa alla SGR. Le Linee Guida chiariscono poi che le Società non sono comunque tenute ad effettuare una nuova valutazione di appropriatezza se l'OICR o comparto di destinazione rientra tra quelli già ritenuti appropriati/adequati dal distributore ovvero se l'OICR oggetto di acquisto presenta un profilo inferiore rispetto al profilo dell'investitore.

5.12 Commercializzazione del servizio di gestione di portafogli da parte di altro intermediario (cfr. Parte III, Linea Guida n. 1). In siffatta ipotesi, le Linee Guida forniscono chiarimenti circa gli obblighi e le responsabilità delle SGR e degli intermediari che commercializzano il servizio prestato dalle SGR. In particolare, coerentemente con quanto precisato dalla CONSOB nel documento sugli esiti della consultazione al Nuovo Regolamento Intermediari, le Linee Guida esplicitano la possibilità di commercializzare servizi altrui anche secondo modalità diverse da quelle indicate nell'articolo 82 del Nuovo Regolamento Intermediari (e cioè non fuori sede o a distanza) e precisano che tale possibilità configura una situazione,



giuridicamente, “riconducibile allo schema della esternalizzazione di funzioni o attività di altra impresa”, non essendo specificamente disciplinata in via normativa. Pertanto le Linee Guida stabiliscono che i soggetti interessati devono stipulare, allo scopo, un apposito contratto, che definisca gli obblighi e le responsabilità delle parti. Le Linee Guida richiamano, infine, l’applicazione dell’articolo 82 del Nuovo Regolamento Intermediari, ove la commercializzazione del servizio avvenga fuori sede o mediante tecniche di comunicazione a distanza.

5.13 Distribuzione di OICR da parte di soggetti diversi dalle Società (cfr. Parte IV, Linea Guida n. 1, paragrafo 1). Le Linee Guida chiariscono che, nel caso in cui la distribuzione di OICR sia effettuata da soggetti diversi dalle SGR/SICAV, le Società sono esclusivamente responsabili della prestazione del servizio di gestione collettiva e della completezza e accuratezza delle informazioni sul prodotto trasmesse ai distributori. I soggetti distributori sono invece responsabili dell’adempimento degli obblighi che importano un contatto diretto con il cliente (classificazione della clientela, valutazione di adeguatezza/appropriatezza, ecc.).

Nel rimanere a disposizione per qualunque chiarimento si rendesse necessario, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale

All.: c.s.