ASSOGESTIONI
associazione del risparmio gestito

Roma, 1 ottobre 2008

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

Prot. N. 596/08
Anticipata a mezzo posta elettronica

Livello 3 – Regolamento Intermediari – La ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore

Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Autorità a formulare osservazioni sul documento di consultazione in oggetto, la Assogestioni intende anzitutto ringraziare per l'opportunità offerta.

Si esprime altresì vivo apprezzamento per il contenuto delle misure in consultazione. Si tratta infatti di misure coerenti con il quadro normativo tracciato dalle disposizioni regolamentari in tema di incentivi e *best execution* e sostanzialmente in linea con quanto disposto dalle Autorità di vigilanza di altri Stati membri.

Ferma la valutazione positiva del contenuto del documento in consultazione, questa Associazione intende formulare, di seguito, specifiche considerazioni sui profili ritenuti di maggior rilevo per l'industria del risparmio gestito.

1. La ricerca come elemento del processo di investimento dei gestori e quale specifica tipologia di *soft commission*

Il documento in consultazione – conformemente a quanto già previsto per la gestione collettiva dall'articolo 66, comma 1, del Regolamento Intermediari – considera la ricerca un elemento necessario ed indefettibile del processo decisionale posto in essere da ciascun gestore (collettivo o individuale). Ad avviso della Commissione, infatti, ove il gestore intenda indirizzare ad un negoziatore l'esecuzione di un ordine di investimento/disinvestimento deve aver già elaborato una strategia e, quindi, acquisito e valutato le informazioni micro e macroeconomiche poste a suo fondamento. E ciò anche qualora il gestore abbia

scelto di esternalizzare l'attività di ricerca, dovendo in ogni caso acquisire un adeguato e completo *set* informativo prima di qualsiasi decisione (strategica o tattica) di investimento e conservare un'autonoma capacità di comprensione e valutazione delle informazioni così ottenute.

La qualificazione della ricerca come elemento necessario del processo di investimento fa sì che la stessa risulti essere già remunerata dalle commissioni di gestione prelevate a valere sui portafogli gestiti.

Il documento di consultazione riconosce tuttavia la possibilità per il gestore di ricevere dal negoziatore una ricerca "ulteriore" rispetto a quella imprescindibile dall'attività di gestione, ma a condizione che la stessa soddisfi i requisiti previsti dalla disciplina in tema di incentivi.

Al riguardo questa Associazione condivide la distinzione proposta nel documento in consultazione. Essa si pone peraltro sostanzialmente in linea con quanto disposto al riguardo dalle Autorità di vigilanza di altri Stati membri.

2. Condizioni di ricevibilità della ricerca quale specifica tipologia di *soft commission*

L'attività di ricerca "ulteriore" ricevuta dal gestore per poter essere legittima ai sensi della disciplina degli incentivi deve determinare un incremento della qualità del servizio reso al cliente o all'OICR ed essere oggetto di *disclosure*.

Con riferimento al requisito dell'incremento della qualità del servizio, si apprezza la proposta di definire condizioni di ricevibilità sostanzialmente in linea con quelle individuate dalle Autorità di vigilanza di altri Stati membri. Al riguardo, si ritiene tuttavia essenziale che vengano esplicitati i seguenti profili.

(i) Anzitutto occorrerebbe sottolineare la piena discrezionalità del gestore nella valutazione degli elementi richiesti ai fini dell'ammissibilità della ricerca "ulteriore", tenuto conto del modello di *business* e dello stile di gestione adottati dalla SGR.

(ii) In secondo luogo, si ritiene necessario chiarire che le condizioni di ricevibilità della ricerca sono indipendenti dalla forma attraverso la quale la stessa può essere resa. In particolare, si ritiene che la ricerca costituisca un incentivo ammissibile anche quando include, oltre ad analisi in formato elettronico o cartaceo, la possibilità di usufruire in via continuativa di contatti telefonici, *conference call* ed incontri diretti con lo staff del negoziatore, nell'ambito dei quali il gestore ha l'occasione di recepire, discutere e approfondire direttamente i contenuti delle analisi e delle elaborazioni effettuate dal negoziatore. In questo ambito rientra anche la possibilità di avere un contatto, per il tramite del negoziatore, con il management delle società oggetto d'analisi o con altre figure chiave come

esperti ed analisti indipendenti (specializzati su particolari temi macro o micro), diversamente inaccessibili al gestore.

(iii) Con riferimento al requisito di cui alla lettera d) del documento di consultazione si chiede di precisare che costituisce ricerca ammissibile la fornitura di serie storiche di dati altrimenti non disponibili (ad esempio, prezzi di derivati OTC) oppure *rankings* quantitativi che sono l'elaborazione di dati elementari pubblicamente disponibili. In quest'ultimo caso il *ranking* dovrebbe comunque soddisfare i requisiti di novità, originalità e significatività indicati nel documento in consultazione.

Fermo restando quanto sopra riportato, occorrerebbe inoltre precisare che le misure proposte nel documento in consultazione valgono anche nell'ipotesi, assai frequente nella prassi, in cui la ricerca remunerata dalle commissioni di negoziazione sia prestata da terze parti e non dal negoziatore sulla base di un c.d. *commission sharing agreement.*

Per quanto riguarda gli adempimenti in tema di *disclosure* previsti dal documento di consultazione, si ritiene che le misure delineate da codesta Commissione non tengano conto delle due forme di comunicazione alternative che il Nuovo Regolamento Intermediari prevede per gli incentivi in commento. L'articolo 52 e l'articolo 73, infatti, lasciano all'intermediario la facoltà di valutare autonomamente se fornire una "informativa completa", accurata e comprensibile sulla esistenza, sulla natura e sull'importo degli incentivi o, qualora l'importo non possa essere accertato, sul suo metodo di calcolo ovvero di comunicare, "in forma sintetica", i termini essenziali degli accordi conclusi, fornendo ulteriori dettagli su richiesta del cliente o dell'investitore.

Di conseguenza, ferma restando la prima tipologia di *disclosure* redatta secondo il contenuto delineato nelle misure in consultazione, codesta Associazione ritiene necessario che – in conformità alle due disposizioni richiamate – sia riconosciuta al gestore la facoltà di fornire una comunicazione "in forma sintetica" sui termini essenziali degli accordi in materia di ricerca.

A tale ultimo riguardo, nel documento "*Inducement under MiFID*" del maggio 2007 il CESR ha chiarito che una comunicazione in forma sintetica contiene i termini essenziali degli accordi quando fornisce informazioni adeguate che consentono all'investitore di: i) collegare l'informativa allo specifico servizio prestato o ai prodotti a cui questo si riferisce; ii) adottare una decisione informata in merito all'opportunità di ricevere il servizio e di richiedere un'informativa completa.

Ciò posto, questa Associazione ritiene conforme alla disciplina degli articoli 52, comma 2 e 73, comma 2 del Nuovo Regolamento Intermediari e alle indicazioni fornite dal CESR la scelta della Società, in presenza di accordi di *soft commission* o di *commission sharing*, di fornire l'informativa richiesta dalle predette norme in forma sintetica mediante descrizione della ricerca che si intende ricevere e indicazione delle ragioni che inducono il gestore ad utilizzarla, senza dover

necessariamente quantificare *ex ante* la rilevanza economica della stessa. Quest'ultima informazione potrebbe essere fornita *ex post* su richiesta del cliente.

3. Profili di *best execution*

Il documento di consultazione considera l'ipotesi in cui la ricerca "ulteriore" venga fornita al gestore dallo stesso negoziatore che provvede all'esecuzione degli ordini impartiti per conto dei portafogli gestiti.

Posto che la ricerca non costituisce un fattore di *best execution*, ai fini del rispetto della disciplina in tema di *best execution* il gestore dovrà considerare soltanto il costo rigorosamente necessario all'esecuzione degli ordini. Ciò richiede un apprezzamento economico della ricerca che, ad avviso della Commissione, deve essere determinato in base a criteri di ragionevolezza, oggettività ed attendibilità e non può, quindi, essere irragionevolmente sovra o sottostimato. Nel documento di consultazione si precisa, inoltre, che il processo valutativo dovrebbe basarsi sulle informazioni acquisite dal negoziatore e dovrebbe, comunque, condurre ad una decisione verificabile in base ai predetti criteri.

Nel contesto delineato dovrebbe dunque considerarsi coerente il comportamento del gestore volto a ripartire gli ordini tra quei negoziatori – già inclusi nella strategia di trasmissione – che offrono a suo giudizio la migliore qualità di ricerca considerata ammissibile sulla base della disciplina sugli incentivi; ciascuno di questi, infatti, è già stato valutato idoneo a garantire la *best execution* e quindi l'individuazione di un eventuale criterio per indirizzare i singoli ordini non altera in alcun modo gli interessi tutelati dal Nuovo Regolamento Intermediari. Si chiede di voler esplicitare, nelle misure di livello 3, quanto appena riportato.

Si apprezza infine la proposta contenuta nel documento di consultazione di limitare il c.d. *unbundling* soltanto ai fini della corretta applicazione delle norme in tema di *transmission policy* e di *disclosure* sugli incentivi, senza quindi incidere sull'unitaria contabilizzazione delle commissioni di negoziazione complessive corrisposte al *broker*.

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

Il Direttore Generale