

Osservatorio Legale

2017

a cura di

CRACA
DI CARLO
GUFFANTI
PISAPIA
TATOZZI



& ASSOCIATI

ISBN 978-88-99463-10-6



© 2017 AIPB Associazione Italiana Private Banking

Via San Nicolao, 10 – 20123 Milano

Centr. +39 02 45.38.17.00

Fax: +39 02 700.525.766

info@aipb.it

Progetto editoriale e impaginazione a cura di AIPB EDITRICE

Finito di stampare nel mese di ottobre 2017 presso Litogi
20132 Milano (MI)

Tutti i diritti sono riservati.

L'elaborazione dei testi, pur curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali errori o inesattezze involontarie.

Le informazioni contenute nella presente opera sono state elaborate da Craca, Di Carlo, Guffanti, Pisapia, Tatzzi & Associati soltanto a scopo puramente divulgativo e non devono essere considerate, quindi, consulenze.

Sia AIPB che Craca, Di Carlo, Guffanti, Pisapia, Tatzzi & Associati non si assumono responsabilità in relazione al contenuto di quanto esposto in questo documento. L'utilizzo delle informazioni pubblicate in queste pagine ricade completamente sotto la responsabilità del lettore.

Sommario

5	Presentazione
6	Introduzione
7	Glossario

Capitolo I – LA PRODUCT GOVERNANCE

9	1. Introduzione
9	1.1 Norme europee di riferimento
10	1.2 Principi di KYP e KYC
11	2. Ambito soggettivo di applicazione delle regole di <i>product governance</i>
12	3. Principali regole di condotta in tema di <i>product governance</i>
12	3.1 Orientamenti dell'ESMA
14	4. Conoscenze e competenze del personale – principio del <i>Know Your Product</i> (KYP)
14	5. Adeguatezza ed appropriatezza – principio del <i>Know Your Client</i> (KYC)
15	5.1 La valutazione di adeguatezza
17	5.2 La valutazione di appropriatezza

Capitolo II – LE CONOSCENZE E COMPETENZE DEL PERSONALE (“KNOWLEDGE AND COMPETENCE”)

19	1. Introduzione
19	2. Il contenuto degli Orientamenti dell'ESMA
21	3. La normativa italiana

Capitolo III – I NUOVI MODELLI DI CONSULENZA

24	1. Introduzione
24	2. Nuovi modelli di consulenza
25	3. La consulenza su base indipendente
27	4. Consulenza indipendente e gamma di offerta
28	5. Sistemi di consulenza ibridi
29	6. Consulenza e doveri di informativa

Capitolo IV – CONFLITTI DI INTERESSI, INDUCEMENT E REMUNERAZIONE

33	1. Introduzione
33	2. Conflitti di interessi
35	2.1 <i>Proprietary trading</i>
36	2.2 Registro dei servizi o delle attività che danno origine a conflitti di interesse pregiudizievoli
36	2.3 Requisiti organizzativi supplementari in relazione alla ricerca in materia di investimenti e alle comunicazioni di <i>marketing</i>
36	2.4 Requisiti generali supplementari in relazione all'assunzione a fermo o al collocamento
37	2.5 Requisiti supplementari in relazione al collocamento
37	2.6 Requisiti supplementari in relazione al prestito o alla fornitura di credito nel contesto dell'assunzione a fermo o del collocamento
37	3. <i>Inducements</i>

37	3.1 Le principali novità normative
38	3.2 Le condizioni di liceità degli <i>inducements</i>
39	3.3 I presidi a carico dell'impresa di investimento
40	3.4 Gli obblighi di <i>disclosure</i>
40	3.5 Il processo auto-valutativo a carico delle imprese di investimento
41	3.6 <i>Inducement</i> e ricerca in materia di investimenti
41	3.7 Il conto di pagamento
42	4. Remunerazione
42	4.1 Politiche e prassi retributive e disciplina dei conflitti di interesse
43	4.2 Il contenuto della politica di remunerazione
43	4.3 Le <i>good&bad practice</i> individuate dall'ESMA

Capitolo V – GLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA CONTRATTUALE

45	1. Introduzione
46	2. Informativa sui costi e oneri
47	2.1 Informativa <i>ex-ante</i>
48	2.2 Informativa <i>ex-post</i>
49	2.3 Effetto cumulativo dei costi sulla redditività
49	2.4 Acquisizione delle informazioni sui costi
49	2.5 Clienti professionali e controparti qualificate
50	3. Informativa <i>ex-ante</i> sugli strumenti finanziari
50	4. Informativa <i>ex-ante</i> sul servizio di consulenza
50	5. Tempistica dell'informativa <i>ex-ante</i>
51	6. <i>Reporting</i> successivo
52	6.1 Esecuzione ordini al di fuori della gestione di portafogli
52	6.2 Gestione di portafogli
52	6.3 Comunicazioni supplementari riguardanti la gestione di portafogli e operazioni con passività potenziali
54	6.4 Rendicontazione sugli strumenti finanziari o sui fondi dei clienti

Capitolo VI – MERCATI E BEST EXECUTION

56	1. Introduzione
56	2. OTF e internalizzazione sistematica
56	2.1 Gli OTF
58	2.2 La nuova disciplina dell'internalizzazione sistematica
59	3. La <i>best execution</i>
60	3.1 Misure ragionevoli vs. misure sufficienti
61	3.2 <i>Inducements</i> e canalizzazione degli ordini verso un'unica sede
62	3.3 <i>Disclosure</i> della strategia di esecuzione
62	3.4 Pubblicazione delle sedi di esecuzione
62	3.5 Pubblicazione dei dati relativi alla qualità dell'esecuzione
63	3.6 Operazioni OTC
63	3.7 Esclusioni – Norme specifiche per clientela al dettaglio
64	3.8 La trasparenza degli scambi OTC

Presentazione

L'Osservatorio Legale raccoglie le principali novità normative in ambito finanziario che hanno – o, in questo caso, che avranno – un certo impatto sugli operatori del Private Banking.

Con la medesima metodologia adottata per gli Osservatori Giurisprudenziale e Tributario, quello Legale si pone l'obiettivo di guidare il lettore attraverso le novità normative e permettergli di comprenderne le principali implicazioni per il suo ambito di attività.

Questa pubblicazione affronta gli impatti derivanti dall'imminente entrata in vigore della nuova Direttiva MIFID II, tema più che mai attuale e di grande interesse per gli Associati e, al tempo stesso, complesso e articolato, spesso di difficile decodifica per i non specialisti.

La presenza tra i nostri Associati di studi professionali con specifiche competenze sui temi rilevanti per il settore del Private Banking ci permette di fornire un servizio, pensiamo, prezioso agli operatori.

Lo spirito di collaborazione tra gli Associati sta alla base dei valori della nostra Associazione con il fine principale di migliorare il servizio ai nostri clienti e accrescere sempre di più fiducia e considerazione per la nostra industria.

Desidero quindi ringraziare i professionisti e amici dello studio **Craca, Di Carlo, Guffanti, Pisapia, Tatzoi & Associati** che hanno dedicato tempo e risorse per la realizzazione di questo prezioso documento a beneficio di tutti i Soci, contribuendo a migliorare la conoscenza delle dinamiche di settore e in estrema sintesi a rafforzarne la reputazione.

Auguro a tutti una buona lettura.

Antonella Massari, *Segretario Generale AIPB*

Introduzione

Il prossimo 3 gennaio 2018 entreranno in vigore negli Stati Membri le disposizioni attuative della Direttiva MIFID II.

Attraverso la nuova Direttiva, il Regolamento MIFIR ed i Regolamenti Delegati si persegue l'obiettivo di incrementare ulteriormente il livello di armonizzazione della regolamentazione comunitaria in materia di servizi di investimento e mercati finanziari, in particolare con riguardo all'accesso al mercato, all'operatività transfrontaliera, alla tutela degli investitori ed ai poteri di vigilanza.

Con specifico riguardo alla tutela della clientela, l'intervento del legislatore comunitario è stato determinato da carenze emerse nell'ambito della crisi finanziaria dell'ultimo decennio e dalla consapevolezza di un'evoluzione nelle abitudini degli investitori, nella tecnologia e nelle caratteristiche dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari.

Svariati sono gli ambiti di intervento: la nuova disciplina incide (i) sul funzionamento dei mercati finanziari, al fine di migliorarne l'efficienza e la trasparenza e di tenere conto dell'evoluzione tecnologica; (ii) sulle condizioni di accesso al mercato, (iii) sulla *governance* e sull'organizzazione delle imprese di investimento, nonché sui requisiti e sulle competenze del relativo personale; (iv) sulle regole di condotta, determinando un'evoluzione di regole già esistenti (come, ad esempio, avviene con riguardo alle disposizioni in materia di adeguatezza, *best execution*, incentivi, trasparenza, nonché gestione dei conflitti di interesse), in altri casi introducendo nuovi obblighi (ad esempio, quelli sulla *product governance*).

La conseguenza è che tutti gli operatori sono, in varia misura, interessati dalle novità normative (i *broker*, i gestori di portafogli, coloro che prestando il servizio di consulenza in materia di investimenti ed, in parte, le c.d. "società prodotto"); analogamente, sono molteplici le aree aziendali impattate (IT, forza vendita, funzioni di controllo,...).

Proprio l'ampiezza dei temi affrontati nella Direttiva MIFID II, unitamente al livello di dettaglio della disciplina (contenuta in diversi provvedimenti legislativi) rende non semplice districarsi tra le varie disposizioni. Una prima difficoltà consiste nel riuscire a selezionare le tematiche che, in relazione all'attività prestata da una banca o impresa di investimento, assumono rilievo.

Gli scritti che seguono vogliono essere una prima guida rivolta agli operatori di *private banking*, per orientarsi nel nuovo quadro normativo. Vengono, quindi, affrontate le tematiche di maggior rilievo nel settore, in ragione dei servizi che lo caratterizzano e degli impatti attesi nelle relazioni con i clienti.

Glossario

- **Direttiva Delegata 2017/593:** la Direttiva Delegata (UE) 2017/593.
- **Direttiva MIFID:** la Direttiva 2004/39/CE.
- **Direttiva MIFID II:** la Direttiva 2014/65/UE.
- **Q&A ESMA:** il documento pubblicato da ESMA contenente *“Questions and Answers On MIFID II and MiFIR investor protection topics”*, come di tempo in tempo modificato ed emendato.
- **Regolamento Delegato 2017/565:** il Regolamento Delegato (UE) 2017/565.
- **Regolamento Delegato 2017/575:** il Regolamento Delegato (UE) 2017/575.
- **Regolamento Delegato 2017/576:** il Regolamento Delegato (UE) 2017/576.
- **Regolamento MIFIR:** il Regolamento (UE) n. 600/2014.
- **Regolamento Intermediari:** il Regolamento Consob n. 16190/2007.
- **Regolamento Intermediari in bozza:** il documento pubblicato da Consob denominato *“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)”* del 6 luglio 2017.
- **TUF:** il D. Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come di tempo in tempo modificato ed emendato.

Capitolo I – La product governance

1. Introduzione

Nell'intento di prevenire, o comunque contenere, possibili fenomeni di *mis-selling*,¹ la Direttiva MIFID II ha rafforzato ulteriormente i presidi di tutela per gli investitori, in particolare attraverso la previsione di misure di *product governance*,² che sono volte ad assicurare il perseguimento del miglior interesse del cliente durante le diverse fasi della “vita” dei prodotti finanziari, tramite meccanismi finalizzati alla corretta identificazione e valorizzazione dei bisogni della clientela *target*.

La *product governance* si articola in una serie di regole e di requisiti che si rivolgono non solo alla fase di distribuzione, ma anche a quella “a monte” di realizzazione dei prodotti da destinare alla clientela: l'aspetto maggiormente caratterizzante della disciplina in discorso consiste nel dovere degli intermediari di svolgere la valutazione delle esigenze di tutela dell'investitore già a partire dai processi di creazione dei prodotti, nonché di definire preliminarmente le strategie di *business* e commerciali (al riguardo, è inevitabile che il processo di definizione del *budget* debba riflettere, quale *driver* rilevante per l'impresa di investimento, le caratteristiche del *target market* di un prodotto ed il corrispettivo *cluster* di clientela definito per tale prodotto).

L'esigenza di identificare i bisogni della clientela

appartenente ad uno specifico *target* non è una novità assoluta nel nostro ordinamento, giacché una disciplina in parte analoga già si rinviene, sin dal 2009, nelle misure di “livello 3” emanate dalla Consob in vigore del regime della Direttiva MIFID.³ Pertanto, ancorché limitatamente alla fase distributiva di prodotti illiquidi e complessi, per loro natura scarsamente adatti a clienti *retail*, l'autorità di vigilanza italiana aveva già richiesto agli operatori uno sforzo di adeguamento nelle rispettive politiche commerciali (cui erano, peraltro, seguiti accertamenti ispettivi).

Tuttavia, la *product governance* nella Direttiva MIFID II ha un perimetro più ampio rispetto a quello tracciato sinora dalla Consob, che risulta esteso sostanzialmente alla generalità dei prodotti finanziari.

1.1. Norme europee di riferimento

Le norme europee di riferimento per la disciplina di *product governance* sono gli artt. 16 (3) e 24 (2) della Direttiva MIFID II, nonché gli artt. 9 e 10 della Direttiva Delegata 2017/593.

L'art. 16 (3) detta le seguenti regole, applicabili sia alle imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari da offrire alla clientela (i “produttori” o “*manufacturers*”), sia a quelle che offrono o raccomandano strumenti finanziari non realizzati in proprio (i “distributori” o “*distributors*”):

- i. i produttori adottano, esercitano e controllano un processo di approvazione⁴ per ogni

1) Pratiche di vendita (promozione ed offerta) di prodotti finanziari effettuate dagli intermediari, in violazione delle regole di condotta imposte dalla normativa nonché dei principi di diligenza e correttezza nei rapporti con la clientela.

2) La disciplina sulla *product governance* assume centralità nel nuovo *framework* normativo anche ai fini dell'attivazione, da parte delle autorità nazionali (Consob) e comunitarie (ESMA ed EBA) dei poteri di *product intervention*, orientati a bloccare o limitare la distribuzione di prodotti ovvero la diffusione di pratiche finanziarie che possono minacciare la protezione degli investitori, l'ordinato funzionamento del mercato o la stabilità del sistema finanziario di uno o più Paesi dell'Unione Europea. Nel contesto dei poteri di vigilanza e di azione accordati alle autorità, l'impiego dello strumento di *product intervention* costituisce, infatti, una *extrema ratio*, che può essere adottato solo laddove si accerti che gli obiettivi di tutela che si intendono perseguire non possono essere efficacemente realizzati attraverso l'applicazione delle norme esistenti ovvero incrementando l'*enforcement* verso gli operatori.

3) Dapprima nella comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 sulla distribuzione di prodotti illiquidi alla clientela e, successivamente, nella comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 – in linea con la posizione espressa dall'ESMA – in materia di distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, nella quale la Consob aveva evidenziato la centralità “*dei profili legati alla coerenza tra i processi di ideazione e distribuzione dei prodotti e gli interessi della clientela target*”.

4) Il processo di approvazione è un documento aziendale, soggetto ad approvazione da parte dell'organo amministrativo che, nell'ambito delle competenze assegnate dalla Direttiva MIFID II, ha il monitoraggio e la valutazione periodica dell'adeguatezza e dell'attuazione degli obiettivi strategici dell'impresa nella prestazione di servizi e attività d'investimento e di servizi accessori, l'efficacia dei dispositivi di

strumento finanziario e per ogni modifica significativa agli strumenti finanziari esistenti, prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela. Il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali⁵ all'interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale *target* siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il *target* stesso;

- ii. le imprese di investimento riesaminano regolarmente gli strumenti finanziari da esse offerti o commercializzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato *target*, onde almeno valutare se lo strumento finanziario resti coerente con le esigenze del *target* e se la prevista strategia distributiva continui ad essere quella appropriata;
- iii. le imprese di investimento emittenti mettono a disposizione dei distributori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario e sul suo processo di approvazione, compreso il suo mercato *target*;
- iv. i distributori adottano opportune disposizioni

governance societaria dell'impresa di investimento e l'adeguatezza delle strategie relative alla prestazione di servizi ai clienti. Il Regolamento Intermediari in bozza conferma tale impostazione – all'art. 59-ter.3, per i produttori, e all'art. 59-quater.2, per i distributori – prevedendo che l'organo con funzione di supervisione strategica esercita un controllo effettivo sul processo di governo adottato dall'intermediario, mentre la funzione di *compliance* monitora lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure e delle misure di governo degli strumenti finanziari, al fine di individuare i rischi di mancato adempimento degli obblighi previsti nella normativa (peraltro, la funzione di *compliance* deve altresì relazionare sistematicamente gli organi societari e tali relazioni sono messe a disposizione della Consob).

5) Con riguardo alla clientela *target*, l'ESMA ha chiarito che le regole di *product governance* si riferiscono al "cliente finale" (*end client*) e che, pertanto, in un'ipotesi di "*intermediation chain*" (ossia quando più intermediari distributori collaborano nella distribuzione di uno strumento finanziario o di un servizio e soltanto l'intermediario ultimo ha il rapporto diretto con il cliente finale) non è necessario individuare un *target market* per il cliente professionale o controparte qualificata che siano parte della catena di intermediazione, dovendosi considerare soltanto il cliente finale della stessa. Pertanto, laddove un cliente professionale o una controparte qualificata acquistino un prodotto con l'intenzione di rivenderlo ad altro cliente non devono essere considerati come cliente finale: in tal caso, il cliente professionale o controparte qualificata dovrebbe agire come distributore – e, pertanto, conformarsi alle norme di *product governance* previste per i distributori (e, laddove modifichi il prodotto prima di ridistribuirlo, dovrebbe ottemperare anche alle norme previste per i produttori).

ni per ottenere le informazioni menzionate al punto che precede e per comprendere le caratteristiche e il mercato *target* identificato di ciascuno strumento finanziario.

L'art. 24 (2) ribadisce la regola secondo cui "*le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target. L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target*" e codifica, di fatto, i principi del "*Know Your Product*" (KYP)⁶ e del "*Know Your Client*" (KYC),⁷ stabilendo che "*l'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali [...] e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente*".

1.2. Principi di KYP e KYC

Come si vedrà nel seguito, la *product governance* deve quindi necessariamente essere letta come *trait d'union* tra i noti principi, da un lato, del "*Know Your Product*" e, dall'altro lato, del "*Know Your Client*", dal momento che l'intermediario deve:

- conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati (KYP), e
- valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento, tenendo conto del mercato di riferimento dei clienti finali, mediante l'applicazione delle regole di *product governance*, per fare in modo che gli strumenti finanziari si-

6) Inteso quale necessaria conoscenza da parte dell'intermediario dei prodotti offerti alla clientela.

7) Inteso quale obbligo da parte dell'intermediario di conoscere le caratteristiche e i bisogni della clientela.

ano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente (KYC), secondo un approccio analogo a quello adottato nell'ambito della profilazione della clientela ai fini della valutazione della adeguatezza/appropriatezza degli investimenti.

Nel TUF, la disciplina della *product governance* è contenuta nell'art. 21, comma 2-bis e 2-ter, in cui si ritrovano codificati, strettamente legati, i principi del KYC e del KYP:

- i. il comma 2-*bis* prevede che, quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento facciano in modo che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti *target*, nonché adottino misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato *target*;
- ii. il comma 2-*ter* impone che il soggetto abilitato conosca gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, ne valuti la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-*bis*, e faccia in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

In attuazione dell'art. 6, comma 2, lett. c), n. 1, lett. (a), del TUF, la Consob ha esercitato i propri poteri regolamentari, sentita la Banca d'Italia, introducendo, nel Regolamento Intermediari in bozza, il Titolo VIII-*bis*, nel quale – alla luce di quanto indicato nel *Considerando* 15 della Direttiva Delegata 2017/593 – sono state introdotte, a fini di chiarezza della disciplina applicabile, le definizioni di “intermediari che realizzano strumenti finanziari” o “intermediari produttori” e “intermediari che distribuiscono strumenti finanziari” o “intermediari distributori” (art. 59-*bis*). Nell'ottica di meglio articolare gli obblighi di *product governance* previsti dalla Direttiva MIFID

Il ed ulteriormente dettagliati nella Direttiva Delegata 2017/593, nel Regolamento Intermediari sono stati previsti, in linea con l'approccio seguito dal legislatore europeo, due set di disposizioni differenziate applicabili, rispettivamente, agli intermediari produttori e agli intermediari distributori.

2. Ambito soggettivo di applicazione delle regole di product governance

Come visto, le regole di *product governance* si applicano, con differenti declinazioni in termini di regole di condotta, agli intermediari “produttori” (*manufacturers*) ed agli intermediari “distributori” (*distributors*).

Sono considerati *manufacturers* le imprese di investimento che:

- creano,
- sviluppano,
- emettono,
- concepiscono,

prodotti finanziari, compresi quelli che prestano consulenza agli emittenti societari in merito al varo di nuovi strumenti finanziari (Cfr. *Considerando* 15 e art. 9 della Direttiva Delegata 2017/593).

Sono, invece, *distributors* le imprese di investimento che:

- offrono,
- raccomandano,

strumenti finanziari e servizi ai clienti (Cfr. *Considerando* 15 e art. 10 della Direttiva Delegata 2017/593).⁸

Pertanto, come chiarito dalla Consob, in concreto, possono pertanto verificarsi le seguenti diverse situazioni:

- i. imprese di investimento che agiscono esclusivamente nella veste di produttore, senza quindi intrattenere alcun tipo di rapporto con i clienti destinatari dei prodotti realizzati (c.d. produttori “puri”);
- ii. intermediari che si focalizzano sulla sola in-

8) L'ESMA, in proposito, ha chiarito che, ai fini della *product governance*, l'intermediario che presta qualsiasi servizio di investimento, ivi incluso il servizio di gestione di portafogli, deve considerarsi quale distributore.

terazione con i clienti, senza essere coinvolti nell'ingegnerizzazione dei prodotti che andranno a commercializzare (c.d. distributori "puri");

- iii. distributori che, pur non essendo direttamente responsabili per la realizzazione dei prodotti, sono interessati da talune fasi di tale processo essendo portatori di specifiche esigenze della clientela;
- iv. intermediari che agiscono sia da produttore che da distributore.

In considerazione di ciò, le disposizioni, diversificate a seconda della natura di produttore o distributore dell'intermediario, vanno applicate tenendo conto dell'attività effettivamente svolta dai soggetti interessati.

3. Principali regole di condotta in tema di *product governance*

Gli artt. 9 e 10 della Direttiva Delegata 2017/593 dispongono le regole di dettaglio in materia di *product governance*, applicabili rispettivamente ai produttori e ai distributori:

- i. gli intermediari "produttori", in particolare, devono svolgere, in via anticipata ed astratta, valutazioni di coerenza dei prodotti rispetto ai bisogni e alle caratteristiche del *target* di clientela potenziale sin dalla fase della loro ideazione;
- ii. gli intermediari "distributori", invece, sono tenuti ad acquisire tutte le informazioni necessarie per comprendere pienamente le caratteristiche degli strumenti finanziari e poterli vendere nel miglior interesse dei clienti, effettuando valutazioni circa la compatibilità dei medesimi con le esigenze e le connotazioni del *target market* effettivo cui prestano servizi di investimento.

Come sopra richiamato, in linea generale, l'aspetto centrale della *product governance* è quindi l'individuazione del *target market*, ovvero del mercato di riferimento per il quale un determinato prodotto finanziario risulti compatibile e a cui tale prodotto è pertanto destinato: il *target market* definito dal *manufacturer* è potenziale,

mentre quello definito dal distributore è effettivo.⁹

Secondo quanto chiarito dall'ESMA, l'impresa di investimento non è tenuta ad individuare un mercato *target* per clienti professionali o controparti qualificate che agiscono a loro volta come intermediari, dovendo al contrario definire il mercato di riferimento avendo in mente esclusivamente il cliente posto alla fine della catena di intermediazione, i.e. il cliente finale. Di conseguenza, se un cliente professionale o una controparte qualificata dovessero acquistare un prodotto allo scopo di rivenderlo ad altri clienti – agendo dunque in qualità di intermediario – non dovrebbero essere considerati quali clienti finali, rivestendo viceversa il ruolo di distributore; inoltre, se la controparte qualificata dovesse apportare modifiche al prodotto prima di rivenderlo, dovrebbe essere soggetta anche alle regole di *product governance* – che si vedranno in dettaglio nel seguito – dettate per i *manufacturers*, oltre a quelle previste per i distributori.

3.1. Orientamenti dell'ESMA

Sul punto, l'ESMA ha emanato, in data 2 giugno 2017, le proprie "Guidelines on MIFID II *product governance requirements*" (gli "Orientamenti"),¹⁰ suddivise in base alla loro applicabilità ai produttori, ai distributori o ad entrambi:

- i. gli Orientamenti dell'ESMA essenziali per i produttori sono i seguenti:
 - prendere in considerazione nell'identificazione del *target market* potenziale cinque categorie, con la possibilità per le imprese di investimento di aggiungerne di ulteriori qualora lo avessero ritenuto importante:
 - tipologia di cliente al quale il prodotto è rivolto;¹¹
 - conoscenza ed esperienza;

9) Peraltro, tale demarcazione è quanto più netta tanto più il *manufacturer* e/o il distributore siano "puri", mentre tende a sfumare laddove il medesimo intermediario sia produttore e distributore o, comunque, sia coinvolto in qualche modo nel rapporto con il cliente.

10) ESMA35-43-620 del 2 giugno 2017.

11) Da intendersi quale classificazione in cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata.

- situazione finanziaria, con particolare attenzione alla capacità di sopportare le perdite;¹²
 - tolleranza al rischio e compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto con il *target market*;¹³
 - obiettivi e bisogni¹⁴ del cliente;
 - definire il *target market* sulla base della natura del prodotto e del cliente, individuandolo in maniera più o meno dettagliata a seconda del grado di complessità dello strumento finanziario: per i prodotti più sofisticati, il *target market* deve essere definito in maniera più specifica e puntuale rispetto ai prodotti più semplici;¹⁵
 - delineare una strategia di distribuzione che sia coerente con il *target market* del prodotto e funzionale a che lo stesso venga effettivamente distribuito all'interno del relativo mercato di riferimento;¹⁶
- ii. gli Orientamenti dell'ESMA per i distributori sono i seguenti:
- anche i distributori sono tenuti alla definizione precisa di un proprio *target market*, la cui individuazione deve essere svolta sulla base delle informazioni fornite dai produttori, nonché di quelle a loro

12) Da intendersi in termini di percentuale di perdite che il cliente è in grado di, e desidera, sopportare. L'ESMA ha chiarito, in particolare, che *"the firm should specify the percentage of losses target clients should be able and willing to afford (for example, from minor losses to total loss) and if there are any additional payment obligations that might exceed the amount invested (for example, margin calls). This could also be phrased as a maximum proportion of assets that should be invested"*.

13) L'ESMA ha precisato che il produttore può utilizzare gli indicatori di rischio descritti nel Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 (c.d. "Regolamento PRIIPs") e nella Direttiva n. 2009/65/CE (c.d. "UCITS"), con riguardo ai prodotti soggetti a tali discipline.

14) I "bisogni" del cliente (*client's needs*) sono il parametro maggiormente caratterizzante della *product governance*, che non si ritrova invece nella disciplina sull'adeguatezza/appropriatezza. Sul punto, l'ESMA ha chiarito che l'impresa di investimento dovrebbe affinare gli obiettivi del cliente con specifici bisogni (quali, ad esempio, l'esigenza di efficientamento fiscale basato sul Paese di residenza fiscale del cliente, ovvero prodotti che abbiano obiettivi di investimento di protezione dal rischio valutario, *green*, etici, etc.).

15) L'ESMA ha altresì illustrato alcuni *case studies* relativi ad azioni ed OICVM non complessi al fine di chiarire l'applicazione delle regole di *product governance* per i prodotti finanziari più semplici.

16) A tal fine, il produttore è tenuto anche a selezionare quei distributori che, per tipologia di clienti e di servizi, risultino compatibili con il *target market* del prodotto. Nel definire la strategia di distribuzione, il *manufacturer* implementa la portata delle informazioni da fornire al distributore al fine di delineare il *target market* del suo prodotto, indicando i servizi di investimento attraverso i quali sarebbe preferibile distribuire i prodotti.

- disposizione in ragione del contatto diretto con il cliente.¹⁷ Al riguardo, è necessario che le convenzioni di collocamento tra distributore e produttore prevedano le modalità con cui le parti scambino flussi informativi, relativamente al *target market* potenziale – dal produttore al distributore – ed al *target market* effettivo – dal distributore al produttore – con il relativo regime di responsabilità;
 - la definizione del mercato *target*:
 - deve essere fatta sulla base delle medesime categorie individuate per i produttori;
 - deve partire dal *target market* definito dai *manufacturers* e non deve discostarsi dalle decisioni fondamentali prese da questi ultimi, salvi gli opportuni adeguamenti per la specifica clientela interessata;
 - è specificato altresì che il distributore individui e definisca il *target market* in considerazione anche della tipologia di servizio di investimento prestato: in particolare, per i casi in cui il distributore presti servizi esecutivi in regime di appropriatezza o di *execution only*, la portata di tale obbligo sarà più limitata rispetto alle ipotesi in cui presta servizi di investimento in regime di adeguatezza (consulenza e/o gestione di portafogli);
 - nel definire la propria strategia distributiva, il distributore deve prendere in considerazione la strategia distributiva delineata dal *manufacturer* ed eventualmente riesaminarla, laddove necessario.
- iii. gli Orientamenti dell'ESMA applicabili sia ai produttori che ai distributori prevedono che entrambi sono tenuti ad individuare il *target market* negativo, vale a dire quei (gruppi di) clienti per i cui obiettivi, caratteristiche e bisogni un prodotto potrebbe non essere

17) Secondo l'ESMA, le informazioni – aventi ad oggetto le caratteristiche dei clienti a cui prestano i servizi di investimento, la natura dei prodotti offerti e la tipologia di servizi di investimenti prestati – potrebbero essere ricavate, ad esempio, dai questionari di profilatura dei clienti, dalle schede di adeguata verifica anticiclaggio o dai reclami ricevuti.

compatibile (ad esempio, un prodotto compatibile con un obiettivo di rischio elevato non potrà essere adatto per clienti con un obiettivo di rischio basso).¹⁸ Si noti che, tuttavia, ci possono essere situazioni (ad esempio, nell'ambito di una gestione o della prestazione del servizio di consulenza di portafoglio, in un'ottica di diversificazione del portafoglio o a fini di copertura) in cui, al ricorrere di determinate circostanze, un prodotto potrebbe essere venduto al di fuori del *target market* positivo individuato.¹⁹

Gli Orientamenti dell'ESMA si ritrovano, come detto, riflessi nel nuovo Titolo VII-*bis* del Regolamento Intermediari in bozza.

4. Conoscenze e competenze del personale – principio del *Know Your Product* (KYP)

Nell'ottica dell'adempimento delle previsioni in tema di *product governance*, è richiesto che il personale delle imprese di investimento che si interfaccia con la clientela possieda le necessarie conoscenze e competenze, in termini di KYP: il personale deve conoscere le caratteristiche ed i rischi propri dei prodotti che offre alla clientela. Tra le innovazioni della Direttiva MIFID II, infatti, vi è indubbiamente anche la prescrizione di una maggiore qualificazione del personale degli intermediari abilitati quale strumento funzionale ad una più elevata tutela della clientela.

In particolare, a riprova della stretta correlazione tra la disciplina specifica in esame e il principio del "*Know Your Product*", gli artt. 9 (5) e 10 (7) della Direttiva Delegata 2017/593 – pedissequamente riflessi nell'art. 59-*ter*.3, per i produttori, e all'art. 59-*quater*.2, per i distributori, del Regolamento Intermediari in bozza – richiedono che i produttori ed i distributori assicurino che il personale coinvolto nella produzione di stru-

menti finanziari sia in possesso delle necessarie competenze per comprendere le caratteristiche e i rischi degli strumenti finanziari che intendono produrre (i primi) ovvero offrire o raccomandare (i secondi). Inoltre, con riguardo soltanto ai distributori, la normativa richiede altresì che il personale sia in grado di comprendere i servizi forniti nonché le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi del mercato di riferimento determinato. Sul punto, si veda nel dettaglio la disciplina della *knowledge and competence*, trattata nel Capitolo successivo.

5. Adeguatezza ed appropriatezza – principio del *Know Your Client* (KYC)

Ancorché l'ESMA, nei richiamati Orientamenti, abbia valorizzato – quali elementi qualitativi che devono essere, tra gli altri, considerati ai fini dell'individuazione del mercato *target* dalle imprese che realizzano strumenti finanziari e dagli intermediari distributori – quasi tutti gli aspetti che rilevano ai fini della valutazione dell'adeguatezza (ed appropriatezza), la stessa ha altresì chiarito come entrambi i momenti – rispettivamente, di definizione del mercato *target* e di valutazione di adeguatezza (ed appropriatezza) – siano fondamentali per la tutela del miglior interesse della clientela. In particolare, l'autorità europea ha precisato (Cfr. punto n. 33 degli Orientamenti) che l'obbligo del distributore di delineare il mercato *target* effettivo e di assicurare che un prodotto sia distribuito in conformità a tale mercato non possa essere sostituito dalla verifica di adeguatezza (o appropriatezza), dovendo essere svolto in aggiunta a tale verifica e prima della stessa.

Sotto tale prospettiva, la valutazione di adeguatezza/appropriatezza resta, con la Direttiva MIFID II, un (ulteriore) strumento di protezione del cliente, volto a verificare nel concreto che un determinato strumento sia adeguato per lo stesso, e non già solo in ragione dell'appartenenza (astratta) del cliente ad un determinato

¹⁸) Anche nella definizione del *target market* negativo le imprese di investimento devono tenere in considerazione il principio di proporzionalità: quanto più un prodotto è semplice, tanto più il *target market* negativo è irrilevante; il *target market* negativo, al contrario, tende ad aumentare in presenza di prodotti maggiormente complessi.

¹⁹) Le ragioni che hanno giustificato la deviazione devono essere indicate nel report di adeguatezza.

mercato *target*.²⁰

5.1. La valutazione di adeguatezza

Per quanto concerne l'adeguatezza, la norma di riferimento è l'art. 25 (2) della Direttiva MIFID II, che recita: *“Quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite [...]”*.

La norma, che ha una portata innovativa modesta rispetto alla normativa vigente, riprende sostanzialmente (con poche variazioni) il disposto dell'art. 19 (4) della Direttiva MIFID:

- i. anzitutto, si conferma l'impostazione secondo cui la valutazione di adeguatezza è circoscritta ai soli servizi di consulenza e gestione di portafogli;
- ii. in secondo luogo, le macro-aree tematiche rispetto a cui le imprese di investimento sono tenute ad ottenere informazioni dalla clientela sono sostanzialmente assimilabili, ossia: le conoscenze ed esperienze del cliente (o potenziale cliente) in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio; la situazione finanziaria; gli obiettivi di investimento.

L'innovazione fondamentale attiene, invece, all'introduzione di due nuovi aspetti da includere nell'ambito delle informazioni da richiedere alla

clientela:

- i. la capacità del cliente di sostenere perdite e
 - ii. la sua tolleranza al rischio,
- che vengono così a rappresentare degli elementi cui parametrare il giudizio di adeguatezza dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari considerati.

A tale riguardo, i questionari di profilatura della clientela, rispetto alla “versione MIFID”, devono includere, tra le informazioni rilevanti da fornirsi da parte del cliente, domande specifiche che possano permettere all'impresa di investimento di comprendere la capacità del proprio cliente di sostenere le perdite (Cfr. nota 12) – a livello sia di singolo strumento finanziario sia di portafoglio complessivo – e ciò anche in considerazione del livello di sofisticazione del sistema IT in uso e delle necessarie implementazioni che lo stesso è in grado di sostenere.

Le norme di dettaglio in merito alla valutazione di adeguatezza sono contenute negli artt. 54 e seguenti del Regolamento Delegato 2017/565, direttamente applicabile negli Stati membri. L'impostazione di fondo riprende sostanzialmente il contenuto degli artt. 35 e 37 della Direttiva 2006/73/CE, soprattutto per quanto attiene a:

- i. le determinazioni da effettuare ai fini del giudizio di adeguatezza;
- ii. il contenuto delle informazioni da richiedere;
- iii. la circostanza che, ove l'impresa non ottenga le informazioni dal cliente, non raccomandi il servizio di investimento o gli strumenti finanziari, così come anche ove il servizio o lo strumento non siano idonei per il cliente;
- iv. la circostanza che, ove il cliente sia un cliente professionale, l'impresa di investimento può legittimamente presumere che, per quanto riguarda i prodotti, le operazioni e i servizi per i quali è classificato nella categoria dei clienti professionali, abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze;
- v. la circostanza che nella prestazione di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale “di diritto”, l'impresa di investimento può legittimamente presumere che il cliente sia finanziariamente in

20) Sul punto, gli Orientamenti dell'ESMA affrontano le particolarità di alcune casistiche in cui prodotti finanziari possano essere venduti al di fuori del *target market* (in *negative target market*): laddove il distributore presti il servizio di consulenza in materia di investimenti, adottando un approccio di portafoglio, ovvero il servizio di gestione di portafogli, è possibile utilizzare i prodotti finanziari per esigenze di diversificazione e *hedging*. In tali casi, un prodotto può essere venduto al di fuori del *target market*, se il portafoglio nel complesso sia comunque adeguato per il cliente (Cfr. punto 52 degli Orientamenti).

grado di sopportare i connessi rischi di investimento compatibili con i suoi obiettivi di investimento.

Tuttavia, il Regolamento Delegato 2017/565 individua diversi (nuovi) obblighi, molti dei quali di carattere procedurale, in capo alle imprese di investimento.

Tra le principali modifiche si prevede anzitutto che *“le imprese di investimento non creano ambiguità o confusione riguardo alle loro responsabilità nel processo di valutazione dell’idoneità di servizi di investimento o strumenti finanziari conformemente all’articolo 25, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE. Nel valutare l’idoneità l’impresa informa i clienti o potenziali clienti, in maniera chiara e semplice, del fatto che la valutazione è condotta per consentire all’impresa di agire secondo il migliore interesse del cliente”*: gli intermediari sono pertanto tenuti a predisporre e adottare delle procedure in cui siano individuati in maniera precisa il ruolo e le responsabilità dei soggetti coinvolti nella valutazione di adeguatezza.

Devono inoltre essere adottate le necessarie procedure che consentano agli intermediari di comprendere la natura e le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente.

Inoltre, è posto in capo agli intermediari l’obbligo di adottare misure ragionevoli per assicurare l’attendibilità delle informazioni raccolte sui clienti, ossia a titolo esemplificativo:

- i. assicurarsi che i clienti siano consapevoli dell’importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate;
- ii. assicurarsi che tutti gli strumenti impiegati nel processo di valutazione dell’idoneità rispondano allo scopo prefissato e siano correttamente concepiti per l’utilizzo con i clienti;
- iii. assicurarsi che le domande utilizzate possano essere comprese dai clienti, procurino un’immagine accurata degli obiettivi e delle

esigenze del cliente e veicolino le informazioni necessarie a condurre la valutazione dell’idoneità;

- iv. intraprendere azioni, laddove opportuno, per assicurare la coerenza delle informazioni sul cliente, per esempio analizzando se nelle informazioni da questi fornite vi siano delle evidenti incongruenze.

Un’importante novità, che introduce un ulteriore (nuovo) adempimento in capo agli intermediari nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, è l’obbligo di presentare al cliente una relazione che comprenda una descrizione generale della consulenza prestata e del modo in cui la raccomandazione fornita sia idonea per il cliente (conformemente a quanto previsto dall’art. 25 (6) della Direttiva MIFID II, come dettagliato dall’art. 54 (12) del Regolamento Delegato 2017/565). In tale relazione è altresì evidenziata la probabilità che i servizi o gli strumenti raccomandati comportino per il cliente la necessità di chiedere una revisione periodica delle relative disposizioni (art. 54 (12) del Regolamento Delegato 2017/565). L’obbligo di presentazione di tale relazione si applica esclusivamente nei confronti dei clienti al dettaglio.

Anche su tale aspetto, è necessaria un’implementazione IT che consenta di rappresentare al cliente quanto richiesto dalla normativa.

Il Regolamento Delegato 2017/565 contempla altresì l’ipotesi che sia fornita una valutazione periodica dell’idoneità delle raccomandazioni fornite, prevedendo che la relativa revisione abbia luogo almeno una volta all’anno, fermo restando che la frequenza di tale valutazione è proporzionale al profilo di rischio del cliente e del tipo di strumenti finanziari raccomandati.

Nel regime domestico, il Regolamento Intermediari in bozza recepisce, tra l’altro, le modifiche apportate dal regime della Direttiva MIFID II rispetto alla valutazione di adeguatezza/appropriatezza.

In particolare, l’art. 39 (rubricato *“Adeguatezza”*) è stato modificato al fine di:

- i. recepire i parametri della tolleranza al rischio del cliente e della capacità di sostenere perdite;

- ii. recepire la disciplina di dettaglio contenuta nel Regolamento Delegato 2017/565, mediante un rinvio diretto agli articoli del Regolamento Delegato stesso (con conseguente abrogazione dell'art. 40 che riguardava la disciplina della valutazione di adeguatezza); e
- iii. estendere le disposizioni sull'adeguatezza contenute nel Regolamento Delegato 2017/565 a tutti gli intermediari di cui all'art. 26, comma 1, lettera b) del Regolamento Intermediari in bozza (contenente la nozione di "intermediari autorizzati").

È stato inoltre introdotto un nuovo articolo 40-bis (rubricato *"Dichiarazione di adeguatezza nel servizio di consulenza in materia di investimenti"*) volto a dare attuazione alle previsioni in merito alla (preventiva) consegna ai clienti al dettaglio della dichiarazione di adeguatezza, di cui all'art. 25 (6) della Direttiva MIFID II. Al riguardo, si prevede altresì che qualora ai fini dell'effettuazione dell'operazione venga utilizzato un mezzo di comunicazione a distanza che impedisce che la dichiarazione sia consegnata prima della conclusione della stessa, questa possa essere fornita al cliente, su supporto durevole, subito dopo la conclusione della transazione, a condizione che:

- i. il cliente abbia prestato il proprio consenso; e
- ii. l'intermediario abbia dato al cliente la possibilità di ritardare l'esecuzione della transazione al fine di ricevere preventivamente la dichiarazione di adeguatezza.

5.2. La valutazione di appropriatezza

Anche per quanto concerne la valutazione di appropriatezza, l'impianto della Direttiva MIFID II (e del Regolamento Delegato 2017/565 che ne dettaglia la disciplina) ha sostanzialmente confermato l'impostazione di cui alla Direttiva MIFID. In particolare, l'art. 25 (3) della Direttiva MIFID II (che rappresenta la norma di riferimento in materia di appropriatezza) riprende sostanzialmente le prescrizioni dell'art. 19 (4) della Direttiva MIFID. In particolare, si prevede che: *"Gli Stati membri si assicurano che, quando prestano*

servizi di investimento diversi da quelli di cui al paragrafo 2, le imprese di investimento chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze di tale persona in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è appropriato per il cliente [...]".

La portata della valutazione di appropriatezza continua quindi a riguardare i servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e la gestione di portafoglio, e ad incentrarsi sulla richiesta al cliente di informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti, riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto.

L'impresa di investimento è tenuta ad avvertire (anche con un formato standardizzato) il cliente (o potenziale cliente) ove ritenga che, sulla base delle informazioni ottenute, il prodotto o il servizio non sia appropriato per lui. Analogamente, ove il cliente non abbia fornito le informazioni richieste o laddove non siano sufficienti, l'impresa lo avverte (anche con un formato standardizzato) di non essere in grado di effettuare la valutazione di appropriatezza.

Si conferma inoltre la previsione secondo cui l'intermediario può legittimamente presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienze e conoscenze necessario per comprendere i rischi connessi ai determinati servizi di investimento od operazioni o ai tipi di operazioni o prodotti per i quali è classificato come cliente professionale.

Infine, l'art. 56 (2) del Regolamento Delegato 2017/565 – che anche in materia di appropriatezza contiene la disciplina di dettaglio – prevede un nuovo obbligo di conservazione delle registrazioni delle valutazioni dell'adeguatezza/appropriatezza svolte. Tali registrazioni devono contenere almeno:

- i. il risultato della valutazione dell'adeguatezza/appropriatezza;
- ii. l'eventuale avviso dato al cliente per servizi di investimento o l'acquisto di un prodotto valutati come potenzialmente inadeguato/

inappropriato, indicando se nonostante ciò il cliente ha chiesto di procedere con l'operazione e, ove applicabile, se l'impresa ha accettato la richiesta;

- iii. ove il cliente non avesse fornito informazioni sufficienti, l'eventuale avviso dato al cliente in merito all'impossibilità di effettuare la valutazione dell'adeguatezza/appropriatezza, indicando se il cliente ha comunque chiesto di procedere con l'operazione e, ove applicabile, se l'impresa ha accettato la richiesta del cliente.

Per quanto riguarda l'ordinamento giuridico italiano, nel Regolamento Intermediari in bozza, il Titolo II, Capo II (recante le norme in materia di appropriatezza) è stato riorganizzato, con l'abrogazione dell'art. 42 (*"Valutazione di appropriatezza"*) – gran parte delle cui previsioni sono confluite nell'art. 41 – e l'estensione a tutti gli intermediari dell'ambito applicativo delle disposizioni sull'appropriatezza contenute nel Regolamento Delegato 2017/565.

Capitolo II – Le conoscenze e competenze del personale (“knowledge and competence”)

1. Introduzione

Come detto relativamente alle previsioni in tema di *product governance*, nella Direttiva MIFID II è richiesto che il personale delle imprese di investimento che si interfaccia con la clientela possieda le necessarie conoscenze e competenze (“*knowledge and competence*”): il personale deve conoscere le caratteristiche ed i rischi propri dei prodotti che offre alla clientela (principio del “*Know Your Product*” – KYP).

Tra le innovazioni della Direttiva MIFID II, infatti, vi è indubbiamente anche la prescrizione di una maggiore qualificazione del personale delle imprese di investimento quale strumento funzionale ad una più elevata tutela della clientela. La norma europea di riferimento è l’art. 25 (1) della Direttiva MIFID II, secondo cui: “*Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di garantire e dimostrare alle autorità competenti su loro richiesta che le persone fisiche che forniscono consulenza alla clientela in materia di investimenti o informazioni su strumenti finanziari, servizi di investimento o servizi accessori per conto dell’impresa di investimento, sono in possesso delle conoscenze e competenze necessarie ad adempiere ai loro obblighi ai sensi dell’articolo 24 e del presente articolo.*”

La norma ha trovato attuazione, sempre a livello europeo, con la pubblicazione da parte dell’ESMA delle “*Guidelines for the assessment of knowledge and competence*”, pubblicate in data 17 dicembre 2015 (di seguito, ai fini del presente contributo, gli “**Orientamenti**”),²¹ emanate in forza dell’art. 25 (9) della Direttiva MIFID II.

2. Il contenuto degli Orientamenti dell’ESMA

Il campo di applicazione degli Orientamenti dell’ESMA è costituito dal personale delle imprese di investimento che:

- i. presta il servizio di consulenza in materia di investimenti, oppure
- ii. trasmette direttamente ai clienti informazioni riguardanti strumenti finanziari, depositi strutturati, servizi di investimento o servizi accessori, su richiesta del cliente o su iniziativa dell’impresa, nel contesto della prestazione da parte di un membro del personale al cliente di un servizio o di un’attività di investimento o un servizio accessorio (“fornitura di informazioni”).

Secondo l’ESMA, non rientrano quindi nell’ambito di applicazione della disciplina in discorso le persone fisiche che non svolgano attività di *fronting* nei confronti dei clienti o che altrimenti si limitino a fornire informazioni di “carattere istituzionale”. Al riguardo, si evidenzia che negli “*Esempi illustrativi dell’applicazione di taluni aspetti degli Orientamenti*”, allegati agli Orientamenti (ma che tecnicamente non fanno parte degli stessi), l’autorità europea ha individuato, a titolo esemplificativo, alcune categorie di membri del personale che non ricadrebbero nell’ambito di applicazione della disciplina in materia di *knowledge and competence*. Si tratta, in particolare, di:

- i. dipendenti che si limitano a indicare ai clienti dove reperire le informazioni;
- ii. dipendenti che distribuiscono ai clienti opuscoli o *dépliant* senza fornire ulteriori informazioni riguardo ai loro contenuti o prestare a tali clienti servizi di investimento successivi;
- iii. dipendenti che si limitano a distribuire su

21) Gli Orientamenti sono stati tradotti e pubblicati in lingua italiana in data 22 marzo 2016.

richiesta ai clienti documenti quali i *Key Investor Information Document* (“KIID”) senza fornire ulteriori informazioni riguardo ai loro contenuti o prestare a tali clienti servizi di investimento successivi;

- iv. dipendenti che svolgono funzioni di *back-office* e non entrano in contatto diretto con i clienti.

Gli Orientamenti declinano la portata delle conoscenze e competenze nel possesso di:

- i. una qualifica idonea (o esame o corso di formazione); e
- ii. una esperienza adeguata, consistente nell’aver dimostrato la capacità di prestare i servizi interessati attraverso la precedente attività lavorativa (svolta per un periodo minimo di sei mesi), e si propongono di individuare i criteri fondamentali per la valutazione in merito al possesso dei requisiti prescritti dalla Direttiva MIFID II, di modo che per tale via sia possibile ricavare il contenuto sostanziale (minimo) delle conoscenze e competenze richieste in capo al personale.

In particolare, gli Orientamenti modulano diversamente i requisiti richiesti al personale che svolge il servizio di consulenza in materia di investimenti rispetto al personale che fornisce informazioni alla clientela, prescrivendo per il primo un livello più elevato di conoscenze e competenze.

Nello specifico, con riferimento al personale addetto alla mera fornitura di informazioni si richiedono (cfr. punto 17 degli Orientamenti) conoscenze e competenze necessarie per:

- i. comprendere le caratteristiche, i rischi e gli elementi fondamentali dei prodotti di investimento disponibili nell’ambito dell’impresa, incluse eventuali implicazioni fiscali generali e oneri sostenuti dal cliente, prestando particolare attenzione nella fornitura di informazioni riguardanti prodotti caratterizzati da elevati livelli di complessità;
- ii. comprendere l’ammontare complessivo delle spese e degli oneri sostenuti dal cliente;
- iii. comprendere le caratteristiche e la portata dei servizi di investimento o servizi accessori;

- iv. comprendere il funzionamento dei mercati finanziari e la loro influenza sul valore e sul prezzo dei prodotti di investimento riguardo a cui forniscono informazioni ai clienti;
- v. comprendere l’impatto dei dati economici e di eventi nazionali, regionali o globali sui mercati e sul valore dei prodotti di investimento riguardo a cui forniscono informazioni ai clienti;
- vi. capire la differenza tra rendimenti passati e scenari di *performance* futura nonché i limiti dell’analisi previsionale;
- vii. comprendere le questioni collegate agli abusi di mercato e all’antiriciclaggio;
- viii. valutare i dati relativi ai prodotti di investimento riguardo a cui forniscono informazioni ai clienti;
- ix. conoscere le specifiche strutture di mercato per i prodotti di investimento riguardo a cui forniscono informazioni ai clienti e, se del caso, le rispettive sedi di negoziazione o eventuali mercati secondari;
- x. acquisire una conoscenza basilare dei principi di valutazione applicabili al tipo di prodotti di investimento riguardo a cui forniscono informazioni.

Con riguardo al personale che presta la consulenza, sono prescritti (*mutatis mutandis*) (cfr. punto 18 degli Orientamenti) i medesimi requisiti di cui sopra, con l’aggiunta di conoscenze e competenze necessarie per:

- i. adempiere agli obblighi imposti alle imprese in relazione ai requisiti di adeguatezza, ivi compresi gli obblighi previsti negli orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della Direttiva MIFID II;
- ii. comprendere le ragioni per cui il tipo di prodotto di investimento fornito dall’impresa potrebbe non essere indicato per il cliente;
- iii. comprendere i principi fondamentali della gestione di portafogli, incluse le implicazioni della diversificazione tra singole alternative di investimento.

Il personale che non abbia acquisito le conoscenze e competenze necessarie non può prestare i relativi servizi, a meno di farlo unicamente sotto supervisione (se del caso durante

le riunioni con i clienti e su altre forme di comunicazione) di una risorsa che se ne assuma la responsabilità, e per un periodo massimo di quattro anni (o più breve, a discrezione dell'autorità di vigilanza competente).

Infine, gli Orientamenti pongono in capo alle imprese di investimento l'obbligo di valutare le conoscenze e competenze del personale. Sotto tale prospettiva, l'autorità europea indica i principi che presiedono alla valutazione che l'impresa di investimento è chiamata ad effettuare, delineando un processo dinamico, che preveda:

- i. anzitutto, una valutazione sulla base del conseguimento di una qualifica idonea e dell'acquisizione di un'esperienza adeguata nella fornitura dei servizi ai clienti, ed
- ii. una revisione interna o esterna, almeno annuale, delle esigenze di formazione dei membri del personale, anche al fine di garantire il mantenimento e l'aggiornamento delle proprie conoscenze e competenze attraverso un percorso continuo di formazione professionale.

3. La normativa italiana

Per quanto concerne l'ordinamento italiano, la Consob ha comunicato all'ESMA la propria intenzione di conformarsi agli Orientamenti e di attuarli a livello nazionale.

Dopo avere pubblicato, in data 22 dicembre 2016, un documento di consultazione preliminare attinente l'attuazione degli Orientamenti,²² la

22) Nel documento di consultazione, la Consob evidenzia, *inter alia*, che la regolamentazione in tema di *knowledge and competence* del personale introduce principalmente degli oneri di conformità sostanziale per i soggetti abilitati e, secondariamente, degli oneri amministrativi legati all'eventuale trasmissione all'autorità della documentazione relativa alle conoscenze e competenze del personale. Gli oneri di conformità sono legati:

- alla necessità di garantire un dato livello di qualificazione del personale (che incide sui costi del personale);
- all'eventuale sostegno di oneri dovuti alla remunerazione dell'attività di supervisione, in virtù dell'incremento di responsabilità che la stessa comporta;
- alla definizione di un sistema di miglioramento continuo della qualità che determina costi diretti di breve (costi per corsi di formazione e sviluppo del personale) e di medio/lungo termine (aumento del livello medio del costo del personale correlato alla più elevata qualificazione delle risorse umane).

Tali oneri, secondo il parere della Consob, risulteranno proporzionati se tali attività saranno in grado di determinare un impatto più che proporzionale sulla qualità dei servizi prestati, in particolare con rif-

Consob ha inserito nel Libro III del Regolamento Intermediari in bozza il nuovo Titolo VIII-*ter* (denominato “*Requisiti di esperienza e conoscenza*”), in cui l'autorità di vigilanza ha declinato, nell'ambito delle deleghe regolamentari conferite dall'ESMA alle competenti autorità degli Stati membri,²³ alcuni aspetti della disciplina europea. Di seguito le principali norme dettate dalla Consob:

- i. per quanto riguarda il campo di applicazione delle disposizioni in esame – sulla base dell'articolato normativo del Regolamento Intermediari in bozza – esso consiste nel personale, inclusi gli agenti collegati, quando presta la consulenza in materia di investimenti alla clientela ovvero fornisce ai clienti informazioni riguardanti strumenti finanziari, servizi di investimento o servizi accessori, e ciò in linea con gli Orientamenti. Peraltro si evidenzia che Consob ha chiarito che nella nozione di “personale” sono inclusi sia i dipendenti sia coloro che sono inseriti nell'organizzazione aziendale anche in ragione di rapporti diversi dal rapporto di lavoro subordinato, e ciò con riguardo a tutto il personale, sia esso già operativo o di nuova assunzione;
- ii. il Regolamento Intermediari in bozza prescrive che gli intermediari interessati dalla disciplina sono quelli di cui all'art. 26 del Regolamento stesso; pertanto, sotto tale profilo, la normativa trova applicazione non solo per gli intermediari già ricompresi nell'art. 25 (1) della Direttiva MIFID II e negli Orientamenti (Sim, banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi e di attività di investimento, ecc.), ma anche ai soggetti a cui si estendono, per espressa volontà del legislatore italiano, le regole di derivazione della Direttiva MIFID II, ossia agenti di cambio, Banco Posta e intermediari ex art. 106 TUB. L'autorità di vigilanza ha altresì precisato che i requisiti in materia di conoscenze e competenze sono applicabili anche a (il personale de) le

erimento al servizio di consulenza in materia di investimenti, generando in tal modo benefici superiori agli oneri regolatori.

23) L'art. 25 (1) della Direttiva MIFID II prevede che “*Gli Stati membri pubblicano i criteri da utilizzare per valutare tali conoscenze e competenze*”.

- SGR, sia rispetto alla prestazione di servizi di investimento a cui sono autorizzate (ad esempio, consulenza in materia di investimenti), sia rispetto alla commercializzazione di quote/azioni di OICR propri o di terzi;
- iii. inoltre, i requisiti di conoscenze e competenze non sono graduati a seconda della tipologia del cliente destinatario del servizio di consulenza/delle informazioni. Infatti, il generico riferimento alla “clientela” comporta l’applicazione delle disposizioni in questione tanto nel caso in cui il cliente sia un *retail*, quanto nel caso sia un cliente professionale;
 - iv. quanto all’individuazione concreta rispetto all’ordinamento italiano dei requisiti di conoscenza ed esperienza, la Consob ha preferito delineare (in astratto) le caratteristiche che le qualifiche (idonee) devono soddisfare piuttosto che fornirne un elenco specifico, che avrebbe presentato tematiche di esaustività ed aggiornamento. Sotto tale prospettiva, sono stati individuati alcuni titoli di studio che vengono accompagnati, o integrati a seconda del caso, da un periodo di esperienza lavorativa, a partire dal periodo minimo di sei mesi individuato negli Orientamenti; maggiore è il titolo di studio, minore il periodo di esperienza lavorativa richiesta e viceversa, fino ad un massimo di due anni;
 - v. l’esperienza professionale deve essere stata maturata, nel decennio precedente l’inizio dell’attività, in aree professionali attinenti al contenuto delle competenze e conoscenze individuato negli Orientamenti dell’ESMA. In alcuni casi, il requisito dell’esperienza professionale è dimezzato qualora l’interessato attesti di avere acquisito conoscenze teorico-pratiche nelle materie attinenti al contenuto delle competenze e conoscenze individuato negli Orientamenti, mediante una formazione professionale specifica che rispetti i requisiti indicati e che preveda la partecipazione a corsi professionali che possano essere organizzati anche dall’intermediario stesso.²⁴ Seguendo il medesimo

²⁴ In linea generale, con riguardo alla fornitura di informazioni, l’art. 59-*sexies* (rubricato “*Requisiti necessari per fornire informazioni*”) del

approccio degli Orientamenti, anche l’autorità italiana ha previsto requisiti più stringenti per l’esercizio del servizio di consulenza in materia di investimenti, che in linea di massima prevedono, a parità di titolo di studio, il doppio del periodo di tempo di esperienza professionale;²⁵

- vi. anche il Regolamento Intermediari in bozza, recependo l’impostazione degli Orientamenti, prevede che i membri del personale non in possesso dei prescritti requisiti di conoscenza e competenza possono prestare la consulenza o fornire informazioni soltanto sotto la supervisione di un altro membro del personale per un periodo massimo di quattro anni. Si evidenzia che l’autorità di vigilanza italiana ha chiarito, *a latere* dell’articolato normativo, che il periodo di supervisione svolto può essere sommato all’eventuale esperienza lavorativa pregressa al fine di conseguire l’esperienza idonea prescritta negli artt. 59-*sexies* e 59-*septies* del Regolamento Intermediari in bozza;

Regolamento Intermediari in bozza, prevede che al fine di fornire informazioni, i membri del personale debbano possedere almeno uno tra i seguenti requisiti di conoscenza e di esperienza:

- iscrizione all’albo dei consulenti finanziari o superamento del relativo esame e, in entrambi i casi, almeno sei mesi di esperienza professionale;
- diploma di laurea almeno triennale in discipline economiche, giuridiche, bancarie o assicurative, o titolo di studio estero equipollente, e almeno 6 mesi di esperienza professionale;
- diploma di laurea, almeno triennale, in discipline diverse da quelle indicate alla lettera b), integrato da un master *post lauream* in discipline economiche, giuridiche o finanziarie, o titolo di studio estero equipollente, e almeno 6 mesi di esperienza professionale;
- diploma di laurea, almeno triennale, in discipline diverse da quelle indicate alla lettera b), o titolo di studio estero equipollente, e almeno 1 anno di esperienza professionale;
- diploma di istruzione secondaria superiore di durata quinquennale e almeno 2 anni di esperienza professionale.

²⁵ In linea generale, l’art. 59-*septies* (rubricato “*Requisiti necessari per prestare la consulenza*”) del Regolamento Intermediari in bozza, prevede che al fine di prestare la consulenza, i membri del personale debbano possedere almeno uno tra i seguenti requisiti:

- iscrizione all’albo dei consulenti finanziari o superamento del relativo esame e, in entrambi i casi, almeno 12 mesi di esperienza professionale;
- diploma di laurea almeno triennale in discipline economiche, giuridiche o finanziarie, o titolo di studio estero equipollente, e almeno 12 mesi di esperienza professionale;
- diploma di laurea in discipline diverse da quelle indicate alla lettera b), integrato da un master *post lauream* in discipline economiche, giuridiche o finanziarie, o titolo di studio estero equipollente, e almeno 12 mesi di esperienza professionale;
- diploma di laurea, almeno triennale, in discipline diverse da quelle indicate alla lettera b), o titolo di studio estero equipollente, e almeno 2 anni di esperienza professionale;
- diploma di istruzione secondaria superiore di durata quinquennale e almeno 4 anni di esperienza professionale.

- vii. infine, specifici oneri sono posti a carico degli intermediari, conformemente all’approccio degli Orientamenti:
- anzitutto, viene posto in capo agli intermediari il compito di “assicurare” che il personale che si interfaccia con la clientela abbia le conoscenze ed esperienze specifiche richieste normativamente, sancendo così una specifica responsabilità dell’intermediario a che il proprio personale abbia le necessarie competenze. Sotto tale prospettiva, sembra quindi potersi ipotizzare che, in sede di assunzione di una risorsa, le cui mansioni prevedano il contatto con la clientela, si dovranno valutare i titoli e le esperienze maturate dalla stessa, al fine di stabilire il possesso dei requisiti prescritti dalla normativa. Nell’ambito della valutazione, fermo il riscontro oggettivo rispetto ai titoli di studio, il riferimento sostanziale non può che essere rappresentato dai contenuti di cui ai punti 17 e 18 degli Orientamenti. Peraltro, la valutazione dell’organo amministrativo non si esaurisce al momento dell’instaurazione del rapporto di lavoro o di collaborazione, ma deve avere carattere continuativo, essendo gli intermediari chiamati a svolgere almeno annualmente un *assessment* delle esigenze di formazione del personale. La scelta in merito alle modalità per eseguire tale attività è rimessa alla discrezionalità dei singoli intermediari, alla luce delle proprie specificità organizzative, che possono anche eventualmente avvalersi di un operatore esterno;
 - gli intermediari sono altresì chiamati a garantire il mantenimento da parte del personale delle qualifiche idonee e l’aggiornamento delle proprie conoscenze e competenze. Sotto tale prospettiva, sono chiamati ad organizzare attività di formazione continua ed aggiornamento (quali corsi, seminari, ecc.), anche in occasione dell’introduzione di nuovi prodotti da offrire alla clientela;
- viii. la funzione di *compliance* è chiamata ad accertare il rispetto delle disposizioni in materia di conoscenze e competenze e nella relazione annuale ne riferisce gli esiti all’organo amministrativo;
- ix. infine, il Regolamento Intermediari in bozza prevede una specifica disciplina per i membri del personale in possesso del solo diploma di scuola secondaria di primo grado, che alla data del 2 gennaio 2018 forniscono informazioni o prestano consulenza ai clienti degli intermediari, prescrivendo che gli stessi possano continuare tali attività soltanto qualora possiedano, alla medesima data, un’esperienza professionale documentata, pertinente e adeguata rispetto all’attività da svolgere pari a dieci anni.

Capitolo III – I nuovi modelli di consulenza

1. Introduzione

L'attuazione della Direttiva MIFID II rappresenta un fondamentale momento di revisione e ristrutturazione delle regole del mercato finanziario. Per quanto attiene al servizio di consulenza in materia di investimenti, il *Considerando* 70 della Direttiva MIFID II evidenzia chiaramente quali siano stati i principi ispiratori della revisione apportata, laddove si evidenzia che, in considerazione del crescente numero di investitori che operano nei mercati finanziari e che fruiscono di un'offerta di servizi e strumenti sempre più ampia e complessa, si rende necessaria una maggiore armonizzazione affinché gli investitori possano godere di un elevato livello di protezione in tutta l'Unione. Già attraverso la Direttiva MIFID, data la crescente dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate in un mercato sempre più articolato, la consulenza in materia di investimenti è stata qualificata come servizio di investimento soggetto ad autorizzazione e a specifiche norme di comportamento. A motivo e comprova dell'importanza sempre considerevole delle raccomandazioni personalizzate per i clienti e della crescente complessità di servizi e strumenti finanziari si è avvertita l'esigenza di rafforzare le norme di comportamento volte alla tutela degli investitori. La protezione degli investitori attraverso l'innalzamento della relativa tutela rappresenta quindi la chiave di lettura per interpretare le disposizioni in materia di consulenza e, più in generale, della Direttiva MIFID II.

Attraverso la presente trattazione verranno sinteticamente analizzate le principali innovazioni apportate dalla Direttiva MIFID II in relazione al servizio di consulenza rispetto al modello declinato dalla Direttiva MIFID. Al riguardo, preme sin d'ora rilevare che, nonostante gli sforzi compiuti e stante il ruolo centrale riservato al servizio di

consulenza quale attività prodromica alla prestazione della maggioranza dei servizi di investimento, il legislatore europeo non ha effettuato scelte dirimenti preferendo seguire una linea di continuità rispetto al passato.

2. Nuovi modelli di consulenza

Dall'analisi del disposto normativo si rileva una frammentazione del servizio di consulenza in materia di investimenti che si articola, nell'ambito della Direttiva MIFID II, secondo un nuovo assetto a "geometria variabile" volto, nell'ottica del legislatore comunitario, ad accrescere le tutele per gli investitori e, al tempo stesso, gli spazi di autonomia e differenziazione del servizio. La consulenza, infatti, pur mantenendo i suoi caratteri qualificanti (consistenti nel fornire raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni in strumenti finanziari), potrà essere declinata in una pluralità di modelli e connessi livelli di servizio. In particolare, l'intermediario potrà presentarsi alla propria clientela come (semplice) consulente, come consulente indipendente ed anche come consulente "ibrido", per tale dovendosi intendere l'intermediario che presta consulenza in modo sia indipendente, sia non indipendente.

La Direttiva MIFID II non introduce, come taluni sostengono, distinti servizi di consulenza in materia di investimenti, quanto piuttosto disciplina diverse modalità o livelli di servizio in tema di consulenza. Non si tratta di modelli necessariamente preordinati e/o precostituiti, bensì di caratteristiche del servizio di consulenza che potranno essere modulate e combinate a seconda delle scelte dell'intermediario e delle richieste del cliente. Prima di passare ad analizzare le

diverse modalità di prestazione del servizio, si evidenzia che l'obbligo di stipulare un contratto scritto tra intermediario e cliente rappresenta una delle novità introdotte ad opera della Direttiva MIFID II e che abbraccia tutti i modelli di consulenza. In particolare, in ossequio all'art 58 (1) del Regolamento Delegato 2017/565, è previsto l'obbligo di stipulare un contratto scritto tra intermediari e clienti qualora sia effettuata una valutazione periodica dell'idoneità degli strumenti finanziari o dei servizi raccomandati. Al riguardo preme precisare che l'obbligazione in commento trova applicazione, oltre che per la clientela *retail*, anche in relazione ai clienti professionali.

3. La consulenza su base indipendente

La principale innovazione apportata dalla Direttiva MIFID II riguarda l'introduzione, o meglio la regolamentazione, del servizio di consulenza prestato su base indipendente (c.d. "*consulenza indipendente*"). La Direttiva non contiene una vera e propria definizione di consulenza indipendente, in quanto quest'ultima costituisce una *species* del più ampio *genus* consulenza. Come la consulenza "tradizionale", anche la consulenza indipendente si esplica nella prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari. La qualificazione indipendente viene attribuita al servizio qualora quest'ultimo venga erogato nel rispetto di specifiche regole dettate dalla Direttiva volte a rendere il consulente disinteressato rispetto al prodotto (ed alla società prodotto) raccomandato e concentrato unicamente sulle effettive necessità del cliente. Attraverso la Direttiva MIFID II viene quindi regolamentata nell'ordimento europeo e nazionale una nuova modalità di prestazione della consulenza già nota da tempo in altri ordinamenti. Nel Regno Unito, ad esempio, già nel 2012, la *Financial Conduct Authority* ("FCA") – nell'ambito della c.d. *Retail Distribution Review* -, ha predisposto una guida descrittiva delle possibili modalità di prestazione del servizio di consulenza a consu-

matori inclusiva di una specifica disciplina della consulenza 'indipendente' e della consulenza 'ristretta'.

Così come nel modello anglosassone, il divieto di percepire e/o trattenere incentivi da parte del soggetto che presta il servizio rappresenta la prima condizione essenziale e necessaria, nonché l'elemento di maggiore rilievo, che connota la consulenza su base indipendente. L'unica eccezione a tale divieto a carattere assoluto riguarda i "*minor non monetary benefits*", ossia benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.²⁶ Il divieto è evidentemente volto a fare sì che l'intermediario, scevro da accordi e retrocessioni con e dalle società prodotto, raccomanderà al cliente lo strumento finanziario che meglio intercetta le sue esigenze, agendo in modo indipendente e non condizionato. L'elemento qualificante della consulenza indipendente è, in definitiva, la sterilizzazione di conflitti di interesse tra consulente ed emittente del prodotto raccomandato.

La seconda condizione che connota la consulenza indipendente attiene alla gamma degli strumenti finanziari che l'intermediario è tenuto a valutare nell'ambito della prestazione del servizio. In particolare, allorquando l'intermediario presta il servizio di consulenza su base indipendente lo stesso intermediario è tenuto a valutare una "*congrua gamma*"²⁷ di strumenti finanziari (...)

26) L'intermediario che presta consulenza su base indipendente "*non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione*". Cfr. art. 24 (7) lett. b) della Direttiva MIFID II.

27) "*Al fine di definire ulteriormente il quadro regolamentare per la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti, lasciando nel contempo la scelta alle imprese di investimento e ai clienti, è opportuno stabilire le condizioni per le prestazioni di tale servizio quando le imprese informano i clienti che il servizio è fornito su base indipendente. Quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori. Non è tuttavia necessario che il consulente valuti*

sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti (...) e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami²⁸ o rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata”²⁹ A supporto dell'indicazione fornita dalla Direttiva, il Regolamento Delegato 2017/565 ha specificato che le imprese di investimento che forniscono consulenza in materia di investimenti su base indipendente sono tenute a definire ed attuare un processo di selezione allo scopo di valutare e confrontare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato. In dettaglio, ai sensi dell'art. 53 (1) del predetto Regolamento, il processo di selezione deve essere strutturato in modo tale da comprendere i seguenti elementi:

- *“il numero e la varietà degli strumenti finanziari considerati sono proporzionati all'ambito dei servizi di consulenza in materia di investimenti prestati dal consulente in materia di investimenti indipendente;*
- *il numero e la varietà degli strumenti finanziari considerati sono adeguatamente rappresentativi degli strumenti finanziari disponibili sul mercato;*
- *la quantità degli strumenti finanziari emessi dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami è*

proporzionata alla quantità totale degli strumenti finanziari considerati;

- *i criteri per la selezione dei vari strumenti finanziari comprendono tutti gli aspetti d'interesse, quali rischi, costi e complessità, nonché le caratteristiche dei clienti dell'impresa di investimento, e assicurano che la selezione degli strumenti che potrebbero essere raccomandati sia obiettiva. Quando il confronto in questione non è possibile in ragione del modello commerciale o dell'ambito specifico del servizio fornito, l'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti non si presenta come consulente indipendente”.*

In merito alla congruità della gamma e alla diversificazione degli strumenti oggetto di analisi, anche le linee guida emanate dall'ESMA sottolineano l'importanza del processo di selezione che consenta di valutare e comparare un range adeguato di strumenti finanziari.³⁰ Con specifico riferimento ai criteri di comparazione, l'ESMA ha ribadito che l'intermediario dovrà verificare una selezione diversificata di strumenti finanziari per tipo, emittente o casa prodotto che non sia limitata agli strumenti finanziari emessi o distribuiti dallo stesso intermediario consulente o da soggetti che abbiano stretti legami o altri rilevanti legami economici o giuridici con l'intermediario. Dall'analisi della normativa e dalle prime linee guida interpretative appare chiaro che il processo di analisi comparativa assurge a condizione

i prodotti di investimento disponibili sul mercato da parte di tutti i fornitori di prodotti o emittenti, ma la gamma di strumenti finanziari non dovrebbe essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compromettere la base indipendente della consulenza prestata”. Cfr. Considerando n. 73 della Direttiva MIFID II.

28) Si definisce “stretti legami” la “situazione nella quale due o più persone fisiche o giuridiche sono legate: a) da una «partecipazione», vale a dire dal fatto di detenere, direttamente o tramite un legame di controllo, il 20 % o più dei diritti di voto o del capitale di un'impresa; b) da un legame di «controllo», ossia dalla relazione esistente tra un'impresa madre e un'impresa figlia, in tutti i casi di cui all'articolo 22, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2013/34/UE, o relazione analoga esistente tra persone fisiche e giuridiche e un'impresa, nel qual caso ogni impresa figlia di un'impresa figlia è considerata impresa figlia dell'impresa madre che è a capo di tali imprese; c) da un legame duraturo tra due o tutte le suddette persone e uno stesso soggetto che sia una relazione di controllo”. Cfr. art. 4 (1) (35) della Direttiva MIFID II.

29) Cfr. art. 24 (7) della Direttiva MIFID II.

30) Cfr. ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014, p. 147 SS. “An investment firm informing a client that investment advice is provided on an independent basis shall define and implement a selection process to assess and compare a sufficient range of financial instruments available on the market. The selection process should include all of the following elements: i. a diversified selection of financial instruments by type, issuer, or product provider, which is not limited to financial instruments issued or provided by the investment firm itself or by entities having close links or other relevant close legal or economic relationship with the investment firm should be considered; ii. the number and variety of financial instruments considered should be proportionate to the scope of advice services offered by the independent investment adviser; iii. the number and variety of financial instruments considered is adequately representative of financial instruments available on the market; iv. the quantity of financial instruments issued by the investment firm itself or by entities closely linked to the investment firm itself is proportionate to the total amount of financial instruments considered; and v. the criteria for comparing the various financial instruments should include all relevant aspects such as risks, costs and complexity as well as the characteristics of the investment firm's clients, and should ensure that neither the selection of the instruments that may be recommended nor the recommendations that are made to client are biased”.

necessaria ed indispensabile per qualificare la consulenza come indipendente.³¹

Nonostante l'importanza attribuita al confronto e all'analisi di una diversificata gamma di strumenti finanziari, la normativa lascia spazio alla prestazione di una consulenza indipendente limitata ad una o più categorie di strumenti finanziari, quali ad esempio titoli azionari, titoli obbligazionari, OICR, ecc. In tal caso, tuttavia, dovranno essere rispettati gli specifici obblighi indicati nell'ambito del Regolamento Delegato 2017/565. In particolare, attraverso il suddetto regolamento il legislatore europeo ha precisato che nel caso in cui un'impresa di investimento che fornisce consulenza in materia di investimenti su base indipendente si focalizzi su certe categorie di strumenti finanziari è tenuta a:

- (i) porsi sul mercato in maniera tale da attrarre solo clienti che hanno una preferenza per tali categorie o tale gamma di strumenti finanziari;
- (ii) verificare che il cliente sia interessato ad investire esclusivamente nella specifica categoria o gamma di strumenti finanziari;
- (iii) assicurarsi che il servizio sia adeguato al cliente, in quanto il suo modello commerciale risponde alle esigenze e agli obiettivi del cliente, e che la gamma di strumenti finanziari sia idonea per il cliente. In caso contrario, l'impresa è tenuta ad astenersi dalla prestazione del servizio. Anche l'ESMA, intervenendo sul punto, ha tra l'altro precisato che l'impresa di investimento dovrà rivolgere i propri servizi, alla luce proprio posizionamento sul mercato, solo a determinate tipologie di clientela, nonché adoperarsi affinché risulti facilmente comprensibile per il cliente che la consulenza prestata, sebbene indipendente, abbia ad oggetto solo determinate categorie di strumenti finanziari.³²

31) Cfr. ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014, p. 147 SS. "If such a comparison would not be possible because of the business model or the specific scope of the service provided, the investment firm providing advice should not be allowed to claim itself as "independent".

32) Cfr. ESMA, *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014, p. 148. "An investment firm that provides investment advice on an independent basis and that focuses on certain categories or a specified range of financial instruments should comply with the following requirements: i. the firm is able to market itself in a way that only attracts clients with a preference for certain categories or a range of financial instruments; ii. (potential) clients should be able to easily identify a preference for

4. Consulenza indipendente e gamma di offerta

Una volta tratteggiati i profili essenziali che connotano la consulenza indipendente, appare opportuno verificare la relazione tra il modello di consulenza in parola e la possibilità per l'impresa di investimento di raccomandare i propri strumenti finanziari. Più in particolare, occorre chiedersi se un'impresa di investimento possa legittimamente qualificarsi come consulente indipendente qualora, ad esito del processo di valutazione e confronto di una proporzionata gamma di strumenti finanziari, emerga che, in un considerevole numero di casi, gli strumenti finanziari raccomandati sono quelli emessi dalla medesima impresa di investimento, o da imprese di investimento aventi stretti legami tra loro. A tale quesito ha fornito risposta l'ESMA evidenziando chiaramente che una tale prassi operativa potrebbe potenzialmente confliggere con lo *status* di consulente indipendente.³³ In particolare, ad avviso dell'ESMA risulterebbe difficile dimostrare il corretto adempimento della normativa in materia di conflitti di interesse, nonché degli specifici obblighi gravanti sul consulente indipendente (specialmente in termini di analisi imparziale di una proporzionata gamma di strumenti finanziari, nonché di informativa alla clientela), qualora l'impresa di investimento, ad esito del processo di analisi e comparazione degli strumenti finanziari, raccomandasse sistematicamente i propri prodotti e/o quelli di imprese di investimento con cui abbia stretti legami. Fermo restando il monito circa il potenziale conflitto (e quindi in assenza di un esplicito divieto), l'ESMA chiarisce anche, qualora l'impresa di investimento comunque raccomandi costantemente i propri prodotti, quest'ultima dovrà verificare nel continuo se da tale prati-

the specified classes or range of financial instruments and be able to self-select with a high degree of accuracy; iii. clients indicate that they are only interested in investing in the specified category or range of financial instruments; and iv. the firm is able to easily confirm whether its service is appropriate for each new client, i.e. that its business model matches the client's needs and objectives, and the range of financial instruments that are suitable for the client. If this is not the case the firm must not provide such a service to the client".

33) Cfr. Q&A ESMA, quesito n. 1, p. 42.

ca possa derivare un impatto sugli interessi dei clienti. Nell'ambito di tale verifica dovrà quantomeno emergere come l'impresa valuti i propri strumenti finanziari rispetto ad altri strumenti comparabili e disponibili sul mercato, nonché gli specifici fattori sui quali la valutazione viene fondata. L'ESMA specifica infine che tali analisi comparative devono essere fornite ai clienti e, su richiesta, anche alle autorità di vigilanza. Alla luce della posizione assunta dall'ESMA, appare quindi chiaro come le procedure in materia di analisi e comparazione di strumenti finanziari, conflitti di interesse, nonché di on-going assessment saranno di basilare importanza nel caso in cui un'impresa di investimento raccomandasse in misura preponderante i propri prodotti, ovvero quelli di imprese di investimento con cui ha stretti legami, nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza su base indipendente.

5. Sistemi di consulenza ibridi

Come rilevato in premessa, la Direttiva MIFID II non introduce nuove tipologie di consulenza, ma declina modalità diverse di prestazione di un medesimo servizio. Conseguentemente, fermo restando l'incremento degli obblighi in materia di informativa e reportistica, la consulenza prestata secondo il "modello tradizionale" sopravvive anche a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva MIFID II. Gli intermediari abilitati rimarranno quindi liberi di mantenere il modello di servizio ad oggi in essere, modificare radicalmente la modalità di prestazione dello stesso orientandosi sul modello della consulenza indipendente, oppure prestare entrambi i servizi. A tale ultimo riguardo si evidenzia come il Considerando 72 del Regolamento Delegato 2017/565 chiarisce espressamente che *"consentire allo stesso consulente di fornire consulenze sia indipendenti sia non indipendenti potrebbe generare confusione nel cliente. Al fine di assicurare che i clienti comprendano la natura e la base della consulenza in materia di investimenti fornita, è opportuno stabilire determinati requisiti organizzativi"*. Proprio al fine di non ingenerare

dubbi circa il servizio prestato, l'art. 53 (3) del Regolamento Delegato 2017/565 impone alle imprese di investimento che prestano la consulenza sia su base indipendente che su base non indipendente di ottemperare a specifici obblighi, tra cui: a) comunicare al cliente in tempo utile prima della prestazione dei servizi se la consulenza prestata è su base indipendente o meno; b) presentarsi come indipendente solo in relazione ai servizi per i quali fornisce consulenza in materia di investimenti su base indipendente; c) predisporre adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro, di modo che i clienti non rischino di incorrere in confusione circa il tipo di consulenza che ricevono. Con riferimento a tale ultimo aspetto, appare opportuno interrogarsi in merito a quali siano gli effettivi requisiti organizzativi che gli intermediari sono tenuti a porre in essere al fine di distinguere i due modelli di consulenza, nonché rispettare appieno il disposto della norma in commento. Secondo una prima ipotesi interpretativa, il requisito organizzativo richiesto all'intermediario potrebbe limitarsi alla creazione di una netta separazione tra gli addetti al servizio di consulenza (i.e. dei due diversi modelli di consulenza) che possano entrare in contatto con il cliente e coloro che, sebbene addetti al servizio di consulenza, non abbiano rapporti con la clientela. Secondo una diversa e più stringente lettura della disposizione normativa, invece, si potrebbe arrivare a ritenere che l'intermediario prestatore dei due modelli consulenziali, indipendente e non indipendente, oltre a creare una netta separazione tra gli addetti al servizio di consulenza che entrano in contatto con la clientela, dovrebbe organizzarsi con due autonome e separate strutture, con evidente incremento delle unità aziendali e conseguente aggravio di costi. Appare chiaro come la diffusione di intermediari che prestino entrambi i modelli di consulenza passi anche e necessariamente attraverso alla reale portata dei requisiti organizzativi e dei relativi controlli che l'intermediario sarà chiamato a porre in essere.

Inoltre, si rileva che la norma in commento im-

pone espressamente alle imprese di investimento di inibire ad una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente. Ne deriva che la possibilità espressamente riconosciuta per le imprese viene altrettanto espressamente vietata nei confronti delle persone fisiche (*in primis* ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, nonché ai dipendenti addetti al servizio di consulenza). Preme osservare come la previsione in parola costituisce una vera e propria novità in quanto un tale principio non trova espressione nell'ambito della Direttiva MIFID II. Sebbene la disposizione sia relegata in un comma del Regolamento Delegato 2017/565, appare *ictu oculi* evidente il forte impatto pratico per gli operatori del settore. Infatti, gli intermediari non dovranno soltanto effettuare importanti scelte organizzativo-gestionali in relazione alla consulenza propriamente intesa, ma dovranno anche procedere ad una riorganizzazione del personale alla luce del modello di consulenza che intendono adottare. Dall'altro lato, consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e dipendenti addetti al servizio di consulenza saranno chiamati ad assumere decisioni importanti circa la specifica attività che intendono prestare.

6. Consulenza e doveri di informativa

Come noto, uno degli aspetti di maggiore impatto della Direttiva MIFID II nel suo complesso riguarda gli obblighi di informativa *ex-ante* ed *ex-post* che le imprese di investimento sono tenute a rispettare nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento. Premesso che un'analisi dettagliata dei doveri di informativa degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento è oggetto di separata analisi, vengono di seguito considerati gli specifici obblighi gravanti sugli intermediari che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti. Al riguardo, preme unicamente riferire che tali obblighi di informativa si aggiungono e non si sostituiscono alle più ampie obbligazioni imposte all'intermediario quale prestatore di servizi di investimento.

Nell'ambito di un assetto della consulenza che, come sopra riferito, si caratterizza per una "geometria variabile", un valore centrale viene assunto dall'informativa pre-contrattuale attraverso cui l'intermediario rende noto al cliente i diversi "tipi" di consulenza prestati e, nello specifico, le caratteristiche della consulenza che il cliente potrà selezionare e ricevere.³⁴ In particolare, l'impresa dovrà comunicare:

- i. la tipologia di consulenza fornita. In relazione a tale aspetto l'ESMA ha chiarito che l'impresa deve informare il cliente in maniera chiara e concisa se e perché la consulenza è qualificabile come indipendente, ivi incluso l'eventuale divieto di percepire incentivi;³⁵
- ii. se l'intermediario offre consulenza su base indipendente e non (c.d. *consulente ibrido*). Nell'ambito dell'informativa, quindi, uno specifico obbligo viene imposto ai consulenti ibridi i quali dovranno permettere al cliente di comprendere le differenze tra le due tipologie di servizio. Inoltre, i consulenti ibridi non dovranno qualificarsi come consulenti indipendenti, ma potranno unicamente indicare che uno tra i servizi è qualificabile come consulenza indipendente;³⁶

34) "Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi. Tali informazioni comprendono: a) in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione delle consulenze, deve informare il cliente di quanto segue: i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; iii) se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati;(...)". Cfr. art. 24 (4) della Direttiva MIFID II.

35) Ad avviso dell'ESMA, "Investment firms should inform clients about the nature and type of the advice provided to them. Investment firms should explain in a clear and concise way whether and why investment advice could qualify as independent and the type and nature of the restrictions that apply, including the prohibition to receive and retain inducements". Cfr. Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR, 19 dicembre 2014, p. 108.

36) Sempre ad avviso dell'ESMA, "Where both types of advice are intended to be proposed or provided to the same client, investment firms should (i) explain the scope of both services to allow investors to understand the differences between them; and (ii) avoid presenting itself in general as an independent investment advisor. To this end, firms should avoid in their communications with clients, giving undue prominence to its independent investment advice services over its non-independent investment services". Cfr. Final Report -

- iii. se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia,³⁷ nonché gli strumenti finanziari considerati³⁸ e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata. In relazione a tale aspetto, l'intermediario è tenuto ad indicare il numero di strumenti finanziari analizzati, nonché i relativi emittenti. Inoltre, nel caso in cui la consulenza venga qualificata come indipendente, l'intermediario dovrà fornire indicazioni in merito al processo di analisi e selezione degli strumenti finanziari; e
- iv. se viene fornita ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati.³⁹ A tale ultimo riguardo occorre precisare che il Regolamento Delegato 2017/565 prevede che qualora l'intermediario presti una valutazione periodica dell'adeguatezza delle raccomandazioni fornite è tenuto a comunicare: a) la frequenza e la portata della valutazione periodica dell'i-

doneità e, laddove pertinente, le condizioni che la determinano; b) la misura in cui le informazioni precedentemente raccolte sono sottoposte a rivalutazione; c) il modo in cui una raccomandazione aggiornata è comunicata al cliente.

L'art. 24 (4) (b) della Direttiva MIFID II prevede inoltre che *"le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento (...)".*⁴⁰ Si tratta di un chiaro collegamento tra il servizio di consulenza e la nuova disciplina della c.d. *product governance*, anch'essa introdotta ad opera della Direttiva MIFID II. Infatti, gli intermediari, nella fase di ideazione e analisi dei nuovi prodotti, sono tenuti, tra l'altro, a preventivare il mercato di riferimento e la tipologia di clientela a cui tale strumento viene rivolto. Tale obbligazione si riverbera sul servizio di consulenza, laddove il consulente è tenuto a trasmettere al cliente le informazioni ricevute a tale riguardo dall'emittente. Ne deriva chiaramente che società emittenti e consulenti, qualora non si identifichino nello stesso soggetto, dovranno sviluppare accordi e procedure al fine di garantire un flusso costante ed aggiornato delle informazioni connesse ai prodotti che l'intermediario-consulente analizza e raccomanda.

Per quanto attiene all'informativa da fornire in costanza di rapporto, con specifico riferimento al servizio di consulenza in materia di investimenti, l'art. 25 (6) della Direttiva MIFID II prevede espressamente che *"l'impresa di investimento fornisce ai clienti su supporto durevole adeguate relazioni sui servizi prestati. Tali relazioni includono comunicazioni periodiche ai clienti,*

ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR, 19 dicembre 2014, p. 108 – 109.

37) *"When an investment firm intends to provide investment advice on an independent or non-independent basis it must explain to the client the range of financial instruments that may be recommended, including its relationship with the issuers or providers of the instruments"* Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR, 19 dicembre 2014, p. 109.

38) *"Investment firms should provide a description of the types of financial instruments considered, the number of financial instruments and providers analyzed per each type of instrument according to the scope of the service, and, when providing independent advice, how the service provided satisfies the conditions for the provision of independent advice and the basis of the selection process used by the investment firm to recommend financial instruments"*. Cfr. Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR, 19 dicembre 2014, p. 109.

39) *"Where the investment advice service includes a periodic assessment of the suitability of the recommendations provided, investment firms should disclose: i. the frequency and extent of the periodic suitability assessment and where relevant, the conditions that trigger that assessment; ii. the extent to which the information previously collected will be subjected to re-assessment; and iii. the way in which an updated recommendation will be communicated to the client. Investment firms that provide a periodic suitability assessment should consider reviewing the suitability of the recommendations given in order to enhance the service at least annually. The frequency of this assessment should be increased depending on the risk profile of the client and the type of financial instruments recommended"*. Cfr. Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MIFID II and MiFIR, 19 dicembre 2014, p. 109.

40) Occorre inoltre considerare che *"Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento forniscono ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio"*. Cfr. art. 25 (6) della Direttiva MIFID II.

tenendo conto della tipologia e della complessità degli strumenti finanziari in questione e della natura del servizio prestato al cliente e comprendono, se del caso, i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto”. In merito a tale aspetto l’ESMA ha precisato che:⁴¹

- i. l’informativa deve essere fornita al cliente indipendentemente dal fatto che l’operazione raccomandata venga eseguita;
- ii. l’informativa deve contenere le motivazioni per le quali l’intermediario ritiene che gli strumenti raccomandati siano adatti al cliente;
- iii. l’informativa deve contenere la data e l’ora nella quale la raccomandazione è stata fornita;
- iv. l’intermediario deve conservare l’informativa inviata ai clienti;
- v. l’informativa può anche essere fornita ai clienti mediante supporti elettronici.

Sempre in materia di informativa in corso di contratto, si evidenzia come l’art 54 (12) del Regolamento Delegato 2017/565 prevede che *“quando prestano una consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento presentano al cliente al dettaglio una relazione che comprende una descrizione generale della consulenza prestata e del modo in cui la raccomandazione fornita sia idonea per il cliente al dettaglio, inclusa una spiegazione di come risponda agli obiettivi e alle circostanze personali del cliente in riferimento alla durata dell’investimento richiesta, alle conoscenze ed esperienze del cliente e alla sua propensione al rischio e capacità di sostenere perdite*”. La previsione normativa in oggetto determina evidentemente un sensibile impatto sugli intermediari i quali, oltre alle analisi relative agli strumenti finanziari, dovranno approfondire molto la conoscenza e le esigenze del cliente al fine rispettare quanto imposto dalla norma in commento.

Da ultimo si osserva che, anche in caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, dovrà essere fornita al cliente una specifica informativa in relazione ai costi del-

lo strumento raccomandato, nonché del servizio oggetto del contratto. Premesso che per un’approfondita analisi in relazione all’informativa in materia costi ed oneri si rinvia alla specifica sezione in tema di obblighi di trasparenza contrattuale, in questa sede appare opportuno unicamente segnalare gli aspetti di maggiore rilievo che attengono al servizio di consulenza. L’art. 50 (9) del Regolamento Delegato 2017/565 specifica i servizi, tra cui la consulenza, in relazione ai quali l’informativa *ex-post* da fornire al cliente debba rivestire carattere di completezza, ossia debba essere maggiormente dettagliata e approfondita rispetto quella prevista per altri servizi di investimento. Tale informativa *ex-post* deve indicare, in termini monetari e percentuali, i costi e oneri totali – inclusi i costi *one-off* imposti in sede di acquisto/vendita di strumenti finanziari ed eventuali *mark-up* – e deve essere fornita al cliente in forma personalizzata con cadenza almeno annuale, anche contestualmente alle eventuali relazioni periodiche destinate ai clienti.⁴² L’informativa *ex-post* dev’essere data al cliente il prima possibile dopo l’anniversario del momento in cui si è istaurato il rapporto con il cliente (ove non sia prevista un’informativa con cadenza più ristretta).

Occorre inoltre rilevare come l’art. 50 (9) del Regolamento Delegato 2017/565 imponga alle imprese di investimento di fornire al cliente un’illustrazione dell’effetto cumulativo dei costi sulla redditività, in forma grafica, tabellare o narrativa.⁴³ In particolare, tale illustrazione:

- i. mostra l’effetto dei costi e degli oneri complessivi sulla redditività dell’investimento;
- ii. mostra eventuali impennate o oscillazioni (*spikes or fluctuations*) dei costi;
- iii. è accompagnata da una sua descrizione.

Da ultimo occorre precisare che gli obblighi informativi in materia di costi e oneri si applicano nei rapporti, oltre che con i clienti al dettaglio, anche con i clienti professionali e controparti qualificate. Infatti, a differenza di altri servizi

42) Cfr. Q&A ESMA, quesito n. 1, p. 63.

43) Cfr. art. 50 (10) del Regolamento Delegato 2017/565; ESMA, *Consultation Paper* del 22 maggio 2014, §59; Q&A ESMA, quesito n. 2, p. 63 e ss.

41) Cfr. Q&A ESMA, quesito n.1, p. 26 e ss..

di investimento – laddove l'impresa di investimento può concordare un'applicazione limitata di detti obblighi per clienti professionali e controparti qualificate – nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti non sono ammesse deroghe agli obblighi di informativa, nemmeno in caso di rapporti con clienti professionali e/o controparti qualificate.

Capitolo IV – Conflitti di interessi, inducement e remunerazione

1. Introduzione

La crisi finanziaria iniziata alla fine dello scorso decennio ha dimostrato che la libertà di manovra – concessa alle imprese di investimento dalla disciplina vigente – in determinati ambiti ha condotto a situazioni molto lontane dall'ottimizzazione della posizione dei clienti. Partendo da tale riflessione si è ritenuto necessario procedere con una definizione di vincoli di sistema entro cui muoversi legittimamente.

Per ciò che concerne la disciplina dei conflitti di interesse il legislatore ha cercato di limitare l'ampio spazio lasciato all'auto-organizzazione dell'impresa di investimento, sia nella fase di individuazione e prevenzione che di successiva *disclosure*, disciplinando nel dettaglio alcune situazioni concrete in cui l'attenzione dell'impresa deve essere particolarmente elevata (per esempio in tema di collocamento) e ricomprendendo a livello di norma primaria le politiche e prassi retributive all'interno delle ipotesi idonee a generare un conflitto di interesse ai danni della clientela.

In ambito di *inducements* la normativa ha agito in maniera più decisa, tracciando, da un lato, un solco evidente in merito alle condizioni alle quali è lecito o meno erogare e percepire incentivi e, dall'altro lato, disciplinando in dettaglio la tematica in materia di ricerca in investimenti. Con riferimento a tale ambito di fronte a prassi che in passato si sono rivelate lesive degli interessi dei clienti,⁴⁴ il legislatore ha dettato una normativa di esenzione, individuando i casi in cui la prestazione della ricerca in materia di investimenti non è considerata come *inducement*.

44) Per esempio la prassi delle imprese di investimento di concordare con terzi costi di ricerca slegati da quelli sopportati singolarmente dal cliente per la propria operazione ha causato la formazione di una componente di costo finale al cliente arbitraria e soprattutto non proporzionata al valore aggiunto fornito dal servizio accessorio (di ricerca in materia di investimenti).

2. Conflitti di interessi

L'esistenza potenziale di conflitti di interesse tra le imprese di investimento e i propri clienti è stata, fin dalla Direttiva 93/22/CEE ("ISD"), motivo di preoccupazione per il legislatore e oggetto di una regolamentazione che progressivamente si è ampliata e dettagliata, a fronte invece di una normativa civilistica che non contiene una definizione di conflitto di interesse.

Nell'ambito degli intermediari finanziari, in tema di regolamentazione dei conflitti di interesse, l'evoluzione della disciplina ha seguito due binari: dal lato della prevenzione, si è progressivamente andata formando una disciplina imperniata su idonei presidi organizzativi dell'intermediario finanziario, riducendo l'attenzione posta sul piano dei rapporti negoziali tra intermediario e cliente finale, mentre dal lato della gestione delle conseguenze l'ordinamento ha seguito un percorso ondivago, passando da divieti assoluti a fasi di tolleranza, giungendo, con l'emanazione della Direttiva MIFID II, ad un regime misto.

La Direttiva MIFID II concentra l'attenzione sulla necessità di predisporre, mantenere e applicare una politica organizzativa interna volta, in primo luogo, a identificare i conflitti di interesse e, in secondo luogo, a gestirli allo scopo di evitare che incidano negativamente sulla posizione dei clienti. Qualora le misure organizzative adottate non sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che tale rischio per i clienti sia evitato, allora l'intermediario dovrà far ricorso alla *disclosure* (quale tecnica di gestione del conflitto) informando i clienti affinché questi ultimi possano assumere una decisione sui servizi prestati (tenendo conto del conflitto di interessi).⁴⁵

Quanto sopra viene declinato specificatamente per la questione dei conflitti di interessi, ed è la

45) Cfr. Art. 23, comma 3, del Regolamento Congiunto.

stessa Direttiva MIFID II, nel Considerando 56, a indicare che *“La gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato le possibilità di insorgenza di conflitti tra tali diverse attività e gli interessi dei clienti. È pertanto necessario prevedere norme volte a garantire che tali conflitti non si ripercuotano negativamente sugli interessi dei clienti. Le imprese hanno il dovere di adottare provvedimenti efficaci per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse nonché attenuare, per quanto possibile, il potenziale impatto di tali rischi. Quando permane tuttavia il rischio di nuocere agli interessi dei clienti, questi ultimi dovrebbero essere informati chiaramente, prima che l’impresa di investimento agisca per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di conflitto di interesse nonché dei provvedimenti adottati per attenuare i rischi in tal senso”*. Il contenuto di tale previsione, esplicitata nel corpo principale della Direttiva MIFID II agli artt. 16 e 23 – recepita all’art. 63-*septies* del Regolamento Intermediari in bozza – dimostra tuttora come non si sia deciso di intraprendere una nuova direzione in tema di conflitti di interesse: se la Direttiva MIFID si limitava a imporre la necessità per gli intermediari finanziari di dotarsi di misure idonee a “identificare” eventuali conflitti di interesse, la Direttiva MIFID II aggiunge un piccolo, ma sostanziale, tassello, prevedendo ora che le misure che gli intermediari finanziari devono adottare siano idonee a “identificare”, “prevenire” o “gestire” i conflitti di interesse.⁴⁶ L’impatto delle previsioni di cui sopra sull’attività posta in essere dalle imprese di investimento, in relazione al rapporto con la propria clientela, si propaga, come nella disciplina precedente, nella politica di gestione dei conflitti di interesse che ciascuna impresa è tenuta ad adottare, ricordando in tal senso che la comunicazione al

46) In realtà, l’attività di prevenire i conflitti di interesse risale alla ISD, la quale introdusse l’onere per le imprese di investimento di *sforzarsi di evitare i conflitti di interessi*. Tale regola ha tracciato un solco che è stato poi ripercorso e ampliato sia dalla Direttiva MIFID che dalla Direttiva MIFID II. Infatti, già nel perimetro normativo della Direttiva MIFID, in particolare dell’art. 26 della Direttiva 2006/73/CE, si era formata la prassi di attuare delle procedure in grado di prevenire qualsiasi conflitto di interesse in grado di arrecare danno a detrimento dei clienti. Cfr. *CESR, Inducements: Good and poor practices - Consultation Paper*, 22 ottobre 2009, CESR/09-958, pag. 10, nota 34.

cliente del conflitto di cui l’impresa è portatrice rappresenta l’ultima *ratio*,⁴⁷ laddove le disposizioni organizzative e amministrative adottate dalla stessa non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che sia scongiurato il rischio di nuocere agli interessi del cliente.

È il legislatore stesso a intervenire direttamente, definendo il contenuto dell’eventuale comunicazione ai clienti in merito al fatto che le disposizioni organizzative e amministrative adottate dall’impresa di investimento per prevenire o gestire il conflitto di interesse non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi del cliente.⁴⁸ In particolare, la comunicazione comprende una descrizione specifica dei conflitti di interesse che insorgono nella prestazione di servizi di investimento e/o di servizi accessori, tenendo in considerazione la natura del cliente al quale è diretta la comunicazione. La descrizione spiega in modo sufficientemente dettagliato la natura generale e le fonti dei conflitti di interesse, nonché i rischi che si generano per il cliente in conseguenza dei conflitti di interesse e le azioni intraprese per attenuarli, in modo tale da consentire al cliente di prendere una decisione informata in relazione al servizio di investimento o al servizio accessorio nel cui contesto insorgono i conflitti di interesse. Infine la norma in esame prevede che *“l’eccessivo ricorso alla comunicazione dei conflitti di interesse è considerato una carenza della politica sui conflitti di interesse dell’impresa di investimento”*. È interessante notare le previsioni di chiusura all’art. 34 del Regolamento Delegato 2017/565 – direttamente applicabili anche nel nostro ordinamento – le quali prevedono che le imprese di investimento devono valutare e riesaminare periodicamente (almeno una volta all’anno) la politica sui conflitti di interesse elaborata.

Oltre alla novità linguistica illustrata sopra relativa al dovere delle imprese di investimento di

47) Il fatto che il legislatore consenta, come ultima ratio, la comunicazione al cliente della presenza del conflitto di interessi, non esime l’impresa dall’obbligo di dotarsi di disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di individuare e prevenire o gestire i conflitti di interesse (Cfr. Regolamento Delegato 2017/565, *Considerando* 48).

48) Cfr. art. 34 (4) del Regolamento Delegato 2017/565.

prevenire i conflitti di interesse che potrebbero sorgere con la propria clientela, che introduce un ulteriore livello di attenzione (dovendo le stesse cercare di prevenire i conflitti di interesse e non soltanto limitarsi a identificarli e gestirli), è opportuno segnalare che la normativa in materia di conflitti di interesse di cui alla Direttiva MIFID II include nell'ambito di applicazione i depositi strutturati⁴⁹ quando gli stessi sono venduti o consigliati ai clienti da parte delle imprese di investimento o agli enti creditizi autorizzati a norma della Direttiva 2013/36/UE.⁵⁰

Le principali fonti di novità della Direttiva MIFID II, come specificate anche a livello di Direttiva Delegata 2017/593, risiedono nell'individuazione a livello normativo di una serie di situazioni in cui si possono dispiegare i conflitti di interesse. Nella Direttiva MIFID II rileva altresì la specifica trattazione dei sistemi di remunerazione e incentivazione per il personale delle imprese come potenziali fonti di conflitti di interesse, comportando specifici obblighi come, ad esempio, la stesura di una politica retributiva aziendale volta ad incoraggiare la condotta professionale responsabile, il trattamento equo dei clienti ed evitare conflitti di interesse nelle relazioni con questi ultimi.

A parte il tema degli *inducements* e della remunerazione dei soggetti coinvolti nella prestazione di servizi di investimento, che verranno specificatamente trattati nel prosieguo, il legislatore europeo ha regolamentato il conflitto di interessi in relazione a diversi casi specifici, alcuni dei quali vengono di seguito trattati.

2.1 *Proprietary trading*

Il legislatore europeo ha regolamentato il conflitto di interessi in relazione alla *product governance*, andando a disciplinare quell'attività, definita di *proprietary trading*, che potrebbe essere in contrasto con gli interessi del cliente nel momento in cui lo strumento finanziario prodotto dall'intermediario rifletta una esposizione opposta rispetto alla posizione detenuta o che l'intermediario intende detenere. Nello specifico, l'art. 9 (3) della Direttiva Delegata 2017/593, prevede che *“Gli Stati Membri impongono alle imprese di investimento di analizzare i potenziali conflitti di interesse ogni qualvolta producono uno strumento finanziario. In particolare, le imprese sono tenute a valutare se lo strumento finanziario generi una situazione per cui i clienti finali possano subire un pregiudizio qualora assumano: a) un'esposizione opposta a quella precedentemente detenuta dall'impresa stessa; o b) un'esposizione opposta a quella che l'impresa intende detenere in seguito alla vendita del prodotto”*. Gli intermediari devono attentamente valutare le implicazioni pratiche di tale previsione:⁵¹ per poter proseguire un'attività legittima di *proprietary trading*, che inevitabilmente implica la possibilità per le imprese di assumere posizioni opposte a quelle assunte dai clienti, le imprese – non potendo prevenire la sussistenza di tali conflitti, salvo il blocco dell'operatività – devono adottare una *policy* che consenta l'effettiva gestione degli stessi. In tal senso è innanzitutto necessario che le imprese si dotino di un sistema di *chinese walls* molto rigoroso, tale per cui coloro che sono responsabili dell'attività di *trading* in proprio non abbiano contatti con i responsabili della *product governance*, e viceversa.

49) Ai sensi dell'art. 2 (1), n. 3, della Direttiva 2014/49/UE, per «deposito strutturato» si intende un saldo creditore, risultante da fondi depositati in un conto o da situazioni transitorie derivanti da operazioni bancarie normali, che l'ente creditizio deve restituire secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili, compresi un deposito a termine fisso e un deposito di risparmio, ma escluso un saldo creditore quando: a) la sua esistenza può essere dimostrata solo tramite uno strumento finanziario ai sensi dell'art. 4 (17) della Direttiva MIFID, salvo che si tratti di un prodotto di risparmio rappresentato da un certificato di deposito facente riferimento a un nominativo e che esiste in uno Stato membro il 2 luglio 2014; b) il suo capitale non è rimborsabile alla pari; c) il suo capitale è rimborsabile alla pari solo in base a una determinata garanzia o a un determinato accordo fornito dall'ente creditizio o da un terzo.

50) Cfr. *Considerando* 39 della Direttiva MIFID II.

51) Sul punto vi è stata in passato una posizione dell'ESMA (*Opinion re Structured Retail Products – Good practices for product governance arrangements*), la quale, nel commentare la creazione di un prodotto finanziario complesso destinato alla clientela *retail* da parte di un'impresa di investimento, ha previsto che l'impresa stessa, nello strutturare il prodotto, dovrà evitare conflitti di interessi, tra cui evitare operazioni di trading interno di segno opposto o, ancora, operazioni di copertura.

2.2 Registro dei servizi o delle attività che danno origine a conflitti di interesse pregiudizievoli

Nel ribadire la necessità per le imprese di investimento di mantenere e aggiornare regolarmente il registro c.d. dei conflitti, la normativa prevede che “L’alta dirigenza riceve, con cadenza frequente e almeno una volta all’anno, relazioni scritte sulle situazioni di cui al presente articolo (ndr, il contenuto del registro dei conflitti)”. Tale previsione è chiaramente volta a far sì che quello di tenuta del registro non costituisca un obbligo di natura formale, consentendo all’alta dirigenza di monitorare i conflitti iscritti nel tempo nel registro e, così, mettendo la stessa in condizione (*rectius* imponendo alla stessa) di intervenire laddove la *conflict policy* non consenta una adeguata prevenzione o gestione dei conflitti di interesse.

2.3 Requisiti organizzativi supplementari in relazione alla ricerca in materia di investimenti e alle comunicazioni di *marketing*

Viene previsto che le imprese di investimento devono garantire il rispetto di tutte le disposizioni in materia di gestione dei conflitti di interesse di cui all’art. 34 (3) del Regolamento Delegato 2017/565 (separazione informativa, vigilanza distinta e schemi retributivi specifici, ecc.) in relazione agli analisti finanziari che partecipano alla produzione della ricerca in materia di investimenti e gli altri soggetti rilevanti le cui responsabilità o interessi professionali possono confliggere con gli interessi delle persone alle quali è divulgata la ricerca in materia di investimenti o – quando tale separazione non è considerata adeguata alle dimensioni e all’organizzazione dell’impresa e alla natura, alle dimensioni e alla complessità dell’attività svolta – sono predisposte e utilizzate adeguate barriere alternative alla circolazione di informazioni.

Inoltre viene specificato che le misure predisposte dalle imprese in merito alla prevenzione o gestione dei conflitti di interesse si applicano anche in relazione alle raccomandazioni che

non rispettano i requisiti rigorosi di cui all’art. 36 (2) del Regolamento Delegato 2017/565.

A tale insieme di presidi si sommano quelli ulteriori e più rigorosi di cui all’art. 37 (2), che in parte integrano (es. regole sulle operazioni personali) ed in parte superano (es. separazione fisica) quelle sopra previste.

2.4 Requisiti generali supplementari in relazione all’assunzione a fermo o al collocamento

Le imprese di investimento che forniscono servizi di assunzione a fermo o collocamento devono comunicare al cliente, prima del mandato conferito da quest’ultimo a svolgere i servizi di investimento concordati, i presidi adottati al fine di prevenire o gestire i possibili conflitti di interesse in caso di collocamento presso i clienti investitori o nel proprio *book*.

L’impresa di investimento deve individuare eventuali conflitti di interesse che potrebbero sorgere nello svolgimento, anche a livello di gruppo, di altri servizi di investimento e adottare procedure di gestione dei conflitti di interesse idonee. qualora le procedure dell’impresa non siano idonee a gestire i conflitti di interesse, l’operazione non potrà essere compiuta. Le imprese che forniscono servizi di esecuzione e ricerca contemporaneamente ad attività di assunzione a fermo e collocamento controllano la presenza di conflitti di interesse tra questi servizi e i loro clienti.

La normativa di terzo livello⁵² ha inoltre chiarito che, in relazione agli obblighi di registrazione relativi all’allocazione dei titoli in caso di collocamento, al fine di gestire i conflitti di interesse, le imprese devono mantenere *records* inerenti:

- i. le disposizioni della *policy* aziendale vigenti all’epoca della prestazione del servizio;
- ii. le contrattazioni tra l’impresa e l’emittente nonché gli accordi di allocazione degli strumenti finanziari per tipologia di cliente;
- iii. il contenuto e il *timing* di allocazione delle richieste ricevute da ogni cliente investitore con indicazione della loro categoria;

52) Cfr. Q&A ESMA, pag. 42.

- iv. quando rilevante, ogni indicazione fornita dai clienti o imprese sul processo di allocazione o fatto emerso in sede di allocazione o richiesta;
- v. le allocazioni finali registrate nei singoli conti dei clienti investitori.

Le imprese, alla luce delle informazioni contenute nelle registrazioni sopraindicate, dovranno fornire spiegazioni dettagliate sulle modalità con cui hanno provveduto al collocamento.

La normativa prevede requisiti supplementari in relazione alla determinazione del prezzo delle offerte relativamente all'emissione di strumenti finanziari, che si traduce nell'obbligo, da parte delle imprese, di attuare sistemi, controlli e procedure per la gestione dei conflitti di interesse con riferimento alla formazione del prezzo di emissione di uno strumento finanziario. I presidi interni adottati devono essere idonei a (i) evitare che la formazione del prezzo favorisca interessi di alcuni in conflitto con quelli dei clienti dell'emittente e (ii) evitare o gestire il coinvolgimento dei prestatori del servizio nelle decisioni inerenti la determinazione del prezzo.

2.5 Requisiti supplementari in relazione al collocamento

Al fine di evitare che le raccomandazioni sul collocamento siano influenzate da eventuali rapporti con terze parti, anche futuri, le imprese di investimento che forniscono il servizio di collocamento istituiscono, applicano e mantengono idonei presidi. Infine non sono consentiti:

- i. la corresponsione di utilità funzionali alla sollecitazione del pagamento di eventuali commissioni in misura eccessiva rispetto al servizio fornito dall'impresa (*"laddering"*) o a volumi di affari eccessivi con commissioni di normale entità in cambio di un'assegnazione dell'emissione;
- ii. l'attribuzione di un incentivo ad un esponente aziendale di un emittente attuale o potenziale in cambio dell'affidamento futuro o passato di un incarico di finanza aziendale (*"spinning"*);
- iii. l'attribuzione di un incentivo a un investito-

re o entità di cui l'investitore è esponente aziendale a condizione che lo stesso impartisca ordini all'impresa di investimento o acquisti da essa servizi.

2.6 Requisiti supplementari in relazione al prestito o alla fornitura di credito nel contesto dell'assunzione a fermo o del collocamento

Le imprese di investimento adottano i presidi più idonei alla gestione dei conflitti di interesse laddove il cliente possa rimborsare un prestito o un credito all'impresa o ad un'impresa del suo gruppo con la provvista ottenuta dal collocamento. Qualora i presidi adottati risultino insufficienti a tenere indenne il cliente dal rischio di essere danneggiato, le imprese di investimento ne danno comunicazione al cliente.

La *policy* delle imprese di investimento in materia di conflitti di interesse richiede all'impresa di investimento di condividere le informazioni finanziarie dell'emittente con le altre società del gruppo che sono fornitrici di credito, a condizione che non siano lesi gli interessi del cliente.

3. Inducements

In tema di *inducements*, le previsioni legislative della Direttiva MIFID II rispondono alla stessa ratio sottostante alla disciplina previgente, ossia tutelare gli investitori e il mercato.

3.1 Le principali novità normative

Le novità più significative – analizzate nel prosieguo – riguardano l'ambito della consulenza indipendente e della gestione di portafogli, con riguardo ai quali sono state stabilite regole *ad hoc* e sono stati sanciti nell'ambito della normativa regolamentare divieti in passato espressi soltanto nell'ambito di linee guida e chiarimenti (cfr. art. 52-*ter* del Regolamento Intermediari in bozza), quali l'obbligo di restituzione al cliente

dei benefici ricevuti da terzi;⁵³ inoltre sono stati rafforzati gli obblighi – già presenti – di registrazione e di *disclosure* degli *inducements*. Infine è stata disciplinata in dettaglio la tematica della ricerca in materia di investimenti fornita da terzi soggetti.

È inoltre stato riservato un differente trattamento giuridico ai benefici monetari, commissioni od onorari e ai benefici non monetari, distinguendo a sua volta tra quei benefici non monetari inclusi nell'ambito di applicazione (del divieto) della Direttiva MIFID II e quei benefici non monetari di entità minima esclusi dall'ambito di applicazione (del divieto) della Direttiva MIFID II: il discrimine è rappresentato dalla maggiore o minore entità del beneficio non monetario, tale rispettivamente da pregiudicare o meno il dovere dell'impresa di agire nel migliore interesse del cliente. La normativa non individua una misura al di sotto della quale il beneficio è accettabile; dovrà quindi essere l'impresa di investimento a stabilire il controvalore al di sotto del quale il beneficio può essere ottenuto dall'impresa di investimento, utilizzando quale linea guida ai fini della determinazione di tale ammontare la finalità della norma, consistente nell'evitare che l'*inducement* possa deviare il comportamento dell'impresa di investimento rispetto all'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale. Si evidenzia infine che non sono soggetti agli obblighi prescritti in tema di *inducements* “*i pagamenti o i benefici che consentono o sono necessari alla prestazione di servizi di investimento, come ad esempio i costi di custodia, le competenze di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le competenze legali e che, per loro natura, non possono entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*”. Il legislatore non fornisce una definizione, né un criterio univoco di determinazione dei benefici non monetari che ricadono nell'ambito del divieto e, conseguentemente, nel perimetro di applicazione

53) Cfr. Comunicazione CONSOB n. 97003202 del 7 aprile 1997 e Documento di consultazione al mercato sulle riforme al reg. CONSOB n. 11522/1998.

della Direttiva MIFID II. La relativa identificazione deve procedere in negativo o in via residuale sulla scorta della preventiva individuazione dei benefici non monetari di entità minima.

3.2 Le condizioni di liceità degli *inducements*

Se per il servizio di consulenza indipendente e di gestione lo spazio di manovra per la giustificabilità degli *inducements* appare molto limitato⁵⁴ – essendo gli stessi percepibili e trattenibili soltanto laddove si tratta di benefici (i) non monetari di entità minima,⁵⁵ (ii) che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e (iii) che, per la loro portata o natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti⁵⁶ –, il rafforzamento dei requisiti per la liceità degli *inducements* – già previsti dalla normativa

54) Cfr. Art. 52-ter del Regolamento Intermediari in bozza.

55) Ai sensi dell'art. 12 (3) della Direttiva Delegata 2017/593, si considerano benefici non monetari accettabili i seguenti benefici:

- informazioni o documentazione relativa a uno strumento finanziario o a un servizio di investimento, di natura generica o personalizzata in funzione della situazione di un singolo cliente;
- materiale scritto da terzi commissionato e pagato da un emittente societario o da un emittente potenziale per promuovere una nuova emissione da parte della società, o quando l'impresa terza è contrattualmente impegnata e pagata dall'emittente per produrre tale materiale a titolo permanente, purché il rapporto sia chiaramente documentato nel materiale e al contempo il materiale sia messo a disposizione di qualsiasi impresa di investimento che desideri riceverlo o del pubblico in generale;
- partecipazione a convegni, seminari e altri eventi formativi sui vantaggi e le caratteristiche di un determinato strumento finanziario o di un servizio di investimento;
- ospitalità di un valore *de minimis* ragionevole, come cibi e bevande a margine di un incontro di lavoro o di una conferenza, seminario o altri eventi di formazione di cui al punto che precede;
- altri benefici non monetari minori che uno Stato Membro consideri atti a migliorare la qualità del servizio prestato a un cliente e, tenuto conto del livello totale dei benefici forniti da una singola entità o gruppo di entità, che siano di una portata e natura tale per cui sia improbabile che pregiudichino l'osservanza del dovere dell'impresa di investimento di agire nel migliore interesse del cliente.

56) Nel caso di ricezione di benefici monetari durante la prestazione del servizio di consulenza su base indipendente o del servizio di gestione, l'impresa di investimento sarà tenuta a quanto segue:

- restituzione integrale al cliente dei pagamenti (onorari, commissioni e altri benefici monetari) ricevuti da terzi da effettuarsi nel più breve tempo possibile;
- divieto di compensazione dei pagamenti di terzi con le commissioni dovute dal cliente all'impresa (dovute alla luce del servizio fornito);
- comunicazione al cliente – in modo adeguato e, se del caso, regolare – degli onorari, commissioni e degli altri benefici che l'impresa ha ricevuto in relazione al servizio di investimento prestatogli e che gli ha trasferito

in essere – potrebbe portare ad un’ampia rivisitazione del modello distributivo utilizzato dagli intermediari. La norma in materia⁵⁷ afferma che, nella prestazione di un servizio di investimento alla propria clientela, un’impresa di investimento non può pagare o ricevere alcun compenso o commissione, o elargire alcun beneficio non monetario, a meno che tale pagamento o beneficio (i) sia finalizzato a rafforzare la qualità del servizio prestato al cliente, da dimostrarsi anche *ex-ante* tramite il superamento del c.d. *quality enhancement test* e (ii) non comprometta il dovere per l’impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei propri clienti. Se per ciò che riguarda il secondo requisito che giustifica la possibilità di trattenere incentivi il legislatore europeo si è limitato a ribadire un principio di comportamento già presente nella MIFID e nella normativa domestica,⁵⁸ nell’ancorare la possibilità di trattenere incentivi al miglioramento della qualità del servizio di investimento erogato al cliente ha indicato con maggior dettaglio le condizioni al ricorrere delle quali vi è una *quality enhancement* del servizio, che in passato aveva ingenerato incertezze tra gli operatori, chiamati ad un’autovalutazione in merito al canone di miglioramento della qualità del servizio prestato. Già nei suoi *technical advices* del dicembre 2014,⁵⁹ l’ESMA, adottando una singolare tecnica redazionale *a contrariis*, ha elencato una serie di condizioni (non esaustive) verificatesi le quali si debba ritenere che il servizio prestato alla clientela non è migliorato, ossia che il *quality enhancement test* non è stato superato;⁶⁰ tale approccio è stato poi ribaltato dal legislatore in fase di promulgazione della Direttiva Delegata 2017/593, la quale specifica i casi in cui gli

onorari, commissioni o benefici non monetari sono considerati come concepiti per migliorare la qualità del servizio prestato al cliente, ossia laddove l’incentivo:

- i. è giustificato dalla prestazione di un servizio ulteriore o di livello maggiore a favore del cliente,⁶¹ che sia proporzionale al livello di incentivi ricevuti; oppure
- ii. non offre alcun vantaggio diretto all’impresa di investimento, ai suoi azionisti o lavoratori, senza che vi sia un vantaggio tangibile per il cliente; oppure
- iii. se fornito su base continuativa, è giustificato dalla fornitura di un beneficio su base continuativa al cliente.

3.3 I presidi a carico dell’impresa di investimento

L’impresa di investimento deve adottare dei presidi in grado di dimostrare ai clienti e alle autorità di vigilanza che i pagamenti ricevuti da soggetti terzi sono finalizzati al rafforzamento della qualità del servizio. In particolare l’impresa di investimento sarà tenuta a:

- i. mantenere un registro interno indicante tutti i pagamenti (onorari, commissioni e benefici non monetari) ricevuti da soggetti terzi;
- ii. registrare le modalità con cui tali pagamenti sono o saranno utilizzati per migliorare la qualità del servizio;

61) La Direttiva Delegata 2017/593 (art. 11 (2)) ha specificato la natura di questi ulteriori servizi, ossia:

- la fornitura di consulenza non indipendente in materia di investimenti e l’accesso a un’ampia gamma di strumenti finanziari adeguati alla clientela, che includano un numero appropriato di strumenti prodotti da soggetti terzi che non abbiano collegamenti stretti con l’impresa di investimento; oppure
- la fornitura di consulenza non indipendente combinata a:
 - un’offerta al cliente, perlomeno su base annuale, di valutare l’attualità dell’adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito; oppure
 - un altro servizio continuativo che abbia valore per il cliente, come per esempio valutazioni in merito all’allocazione ottimale degli investimenti; oppure
- la possibilità di poter accedere, ad un prezzo competitivo, ad un’ampia gamma di strumenti finanziari che siano in grado di soddisfare le esigenze dei clienti, compreso un adeguato numero di strumenti finanziari prodotti da soggetti terzi che non abbiano collegamenti stretti con l’impresa di investimento, unitamente ad altri *tools* a valore aggiunto, quali informativa *online* che assista il cliente nella scelta di decisioni di investimento o che consenta di monitorare, modellare o regolare la gamma degli strumenti in cui ha investito, o ancora la fornitura di reportistica costante che evidenzi l’andamento degli investimenti effettuati nonché i costi ed oneri ad essi associati.

57) Cfr. art. 11 della Direttiva Delegata 2017/593, come recepito dall’art. 52-*bis* del Regolamento Intermediari in bozza.

58) In tal senso replicando la norma contenuta nell’art. 21 TUF, applicabile a tutti gli investitori rispetto alla fruizione di qualsiasi servizio di investimento.

59) Cfr. *Final report ESMA’s Technical Advice to the Commission on MIFID II and MIFIR*, pagg. 141 e 142.

60) È necessario tuttavia, anche laddove il *quality enhancement test* sia stato superato e quindi gli incentivi siano stati legittimamente percepiti, che le imprese di investimento mantengano sempre, nel rapporto col cliente, un approccio tale che non sia influenzato dagli incentivi ricevuti.

- iii. redigere una procedura che evidenzi le misure necessarie per non violare il dovere di agire in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei clienti.

I sopraindicati presidi sono preposti a “provare” l’innalzamento della qualità del servizio, mantenendo evidenza degli *inducements* ricevuti dall’impresa, delle modalità di utilizzo degli stessi e della proporzionalità rispetto al miglioramento del servizio offerto al cliente. Va da sé che le informazioni registrate dovranno essere utilizzate – secondo logiche e criteri da definire da parte dell’intermediario – per accertare, anche in un’ottica *ex post*, che gli *inducement* ricevuti e trattenuti abbiano innalzato il livello del servizio erogato. Ad esempio si potrà verificare l’effettiva destinazione delle somme ad attività volte a migliorare la qualità del servizio prestato ai clienti nonché la congruità dell’importo investito rispetto al valore dell’incremento della qualità. La procedura dovrà quindi prevedere un utilizzo delle informazioni (a prescindere da richieste dei clienti o dell’autorità) per le finalità illustrate, che si sommino ai controlli di secondo e terzo livello sul rispetto della normativa in materia di incentivi.

Ferma restando l’inevitabile soggettività che caratterizzerà il giudizio circa la congruità degli incentivi rispetto all’obiettivo di innalzamento della qualità del servizio prestato dall’impresa di investimento, in assenza di indicazioni di tipo quantitativo sugli incentivi che possono essere percepiti, il corretto e sostanziale adempimento agli obblighi sopra elencati sarà imprescindibile definire delle metriche che consentano di attribuire un valore monetario ad elementi anche qualitativi di innalzamento della qualità.

3.4 Gli obblighi di *disclosure*

Nel caso in cui siano soddisfatte le condizioni di legittimità di percezione degli *inducements* (di cui sopra), vi sono alcuni obblighi rafforzati da rispettare in tema di *disclosure*, che rappresentano un’ulteriore novità rispetto alla disciplina previgente (la quale consentiva un’informativa in via riassuntiva). In particolare:

- i. prima dello svolgimento del servizio di investimento, il cliente dovrà essere informato in maniera chiara, completa, accurata e comprensibile dell’esistenza, tipologia e ammontare degli incentivi in essere. Se l’ammontare dei pagamenti ricevuti non può essere definito, andrà indicato al cliente il metodo con cui si intende calcolare tali pagamenti;
- ii. quando si verifica la condizione di cui sopra relativa all’impossibilità di calcolare *ex-ante* l’ammontare dei pagamenti ricevuti, al cliente andrà fornita un’informativa *ex-post* in tal senso;
- iii. perlomeno su base annuale e finché gli incentivi sono ricevuti dall’impresa di investimento che presta il servizio al cliente sul quale tali incentivi insistono, essa deve informare ciascun cliente su base individuale dell’ammontare esatto delle commissioni e dei benefici non monetari ricevuti (ad esclusione dei benefici non monetari di entità minima).

3.5 Il processo auto-valutativo a carico delle imprese di investimento

Sarà importante che le imprese di investimento effettuino una valutazione *ex-ante* di quelle condizioni al verificarsi delle quali venga accertato l’accrescimento della qualità del servizio. La valutazione pratica dovrà seguire due binari: quello dell’*an* – ossia se effettivamente vi è un accrescimento della qualità – e quello del *quantum* – ossia l’entità di tale accrescimento.

Per ciò che concerne il mondo della distribuzione, il miglioramento del servizio verrà valutato guardando a tre diverse fasi che caratterizzano la prestazione del servizio:

- i. *ex ante*, consentendo al cliente/investitore l’accesso ad una ampia gamma di prodotti;
- ii. durante, abbinando alla distribuzione di prodotti altri servizi, come la consulenza prestata su base non indipendente;
- iii. *ex post*, fornendo tutta una serie di servizi (quali *info provider*, *tool* di analisi, ecc.).

L’auto-valutazione non potrà limitarsi ad una fase iniziale, ma dovrà essere ripetuta nel tem-

po, sulla base verificando l'effettivo e corretto utilizzo degli inducement ricevuti e la proporzionalità tra il relativo ammontare e l'incremento della qualità del servizio erogato al cliente, come detto analizzando le informazioni contenute nel registro degli *inducement*.

3.6 *Inducement* e ricerca in materia di investimenti

Con riferimento all'attività di ricerca in materia di investimenti, il legislatore si è posto l'interrogativo se tale attività debba considerarsi come inducement e, di conseguenza, essere soggetta alla normativa in materia e ha risolto tale problema dettando una normativa di esenzione soltanto laddove ricorrano talune condizioni.

In particolare, l'art. 13 della Direttiva Delegata 2017/593 – come recepito dall'art. 52-quater del Regolamento Intermediari in bozza – dispone che la prestazione di servizi di ricerca da parte di terzi non è considerata inducement (con conseguente disapplicazione della relativa normativa) qualora sia ricevuta in presenza di uno dei seguenti elementi:

- i. le attività sono pagate direttamente dall'impresa con proprie risorse; o
- ii. i pagamenti sono compiuti per il tramite di un conto costituito e gestito sotto la piena responsabilità dell'impresa d'investimento.⁶²

Nel caso sub (b), la normativa impone che ogni singolo conto debba essere costituito e alimentato tramite l'imposizione di uno specifico onere a carico del cliente: la normativa di terzo livello ha chiarito che ogni singolo conto di pagamento non può essere intestato a più clienti, mentre la predisposizione dei *budget* può riferirsi a più clienti (ad esempio portafogli gestiti) che condividono obiettivi di investimento abbastanza simili e quindi necessitano tipologie di consulenze simili.⁶³ In particolare, l'onere di ricerca specifico non può essere collegato al volume e/o al valore

delle operazioni eseguite per conto dei clienti, ma deve esclusivamente basarsi su un *budget* per la ricerca prefissato dall'impresa di investimento.

Al riguardo si evidenzia che le norme sulla ricerca non trovano applicazione con riguardo alla gestione collettiva del risparmio; laddove, invece, le SGR dovranno attenersi a tali norme in relazione alla prestazione di servizi di investimento, quale la gestione di portafogli.

3.7 Il conto di pagamento

In relazione all'istituzione di un conto di pagamento per la ricerca e alla fissazione dell'onere di ricerca d'accordo con i clienti, le imprese di investimento avranno l'obbligo di:

- i. stabilire e valutare regolarmente un budget per la ricerca come misura amministrativa interna; e
- ii. valutare regolarmente la qualità della ricerca acquistata in base a criteri di qualità robusti e alla sua capacità di contribuire a migliori decisioni di investimento,⁶⁴ così come stabiliti dall'impresa in un'apposita *policy*.

In particolare, con riferimento alla valutazione delle spese compiute di cui al punto (ii), le imprese di investimento dovranno valutare se i pagamenti effettuati a terzi soggetti fornitori di servizi rispettino il principio di agire nel miglior interesse dei propri clienti. A tal proposito, la normativa di terzo livello ha sottolineato l'importanza per le imprese di dotarsi di presidi, procedure e *policy* in grado sia di suddividere equamente i costi tra i clienti, sia di spiegare i metodi utilizzati.⁶⁵

La costituzione del conto comporterà, inoltre, obblighi informativi specifici in favore del cliente aventi ad oggetto l'importo iscritto in bilancio per la ricerca e l'importo dell'onere per la ricerca stimato per ciascuno dei clienti, nonché le infor-

62) L'esternalizzazione della gestione del conto è ammessa a condizione che *ciò agevoli l'acquisto della ricerca svolta da terzi e i pagamenti destinati ai fornitori della ricerca a nome dell'impresa di investimento, senza indebiti ritardi conformemente alle istruzioni dell'impresa di investimento.*

63) Cfr. Q&A ESMA, pag. 44.

64) Il *Considerando* n. 28 della Direttiva Delegata 2017/593 specifica che la disciplina in materia di *inducement* si applica in particolare ai gestori di portafogli e ai consulenti indipendenti in materia di investimenti al fine di garantire che i costi di ricerca siano sostenuti nel migliore interesse del cliente.

65) In tal senso ESMA richiede alle imprese di operare delle previsioni di *budget* con un grado di granularità tale da essere sostanzialmente già pre-ripartito tra i clienti. Cfr. Q&A ESMA, pag. 53.

mazioni annuali sui costi totali che ogni cliente ha sostenuto per la ricerca. L'accordo che regola la prestazione del servizio di investimento dovrà disciplinare l'onere del servizio di ricerca, il cui ammontare "caricato" a ciascun cliente sarà in funzione del budget di ricerca, e la frequenza con cui esso sarà dedotto dalle risorse del cliente nel corso dell'anno: l'assegnazione del *budget* per l'acquisto di ricerca effettuata da terzi è soggetto a controlli appropriati e alla supervisione dell'alta dirigenza dell'impresa per garantire che il budget sia gestito e impiegato nel migliore interesse dei clienti dell'impresa. Tali controlli comprendono una chiara traccia di audit dei pagamenti effettuati ai fornitori della ricerca e riguardano le modalità di determinazione degli importi pagati con riferimento ai criteri di qualità definiti ai sensi della normativa applicabile.⁶⁶

Infine, a richiesta delle autorità di vigilanza o dei clienti, l'impresa di investimento sarà tenuta a fornire informazioni sui fornitori pagati dal conto, sull'importo totale erogato nel corso di un periodo di tempo definito nonché sui benefici e i servizi ricevuti dall'impresa di investimento; l'impresa dovrà inoltre produrre un'adeguata informativa inerente le modalità con cui l'importo totale speso dal conto si rapporta al *budget* prefissato dall'impresa, rilevando eventuali rimborsi o riporti qualora fondi residui permangano sul conto.

Le imprese che producono ricerca saranno quindi tenute a cristallizzare il valore del servizio offerto in maniera indipendente rispetto agli altri servizi prestati (come ad esempio la ricezione e trasmissione di ordini).

Le imprese che fino ad oggi hanno utilizzato la ricerca fornita dai vari intermediari negozianti in abbinamento – *rectius*, all'interno del servizio prestato – dovranno necessariamente affrontare i risvolti pratici di tali previsioni, innanzitutto mappando i fornitori di ricerca, calcolando i costi relativi all'ottenimento della stessa, stabilendo un *budget* di costi adeguato e, infine, valutando se, per il pagamento della ricerca, utilizzare un conto proprio o se trasferire i costi sui clienti.

66) Cfr. Art. 13 (1) (b) (iv) della Direttiva Delegata 2017/593.

Come detto il *budget* dovrà essere adeguato: infatti, nel caso in cui l'impresa di investimento decida di tenere tali costi a proprio carico, dovrà pur sempre rispettare il principio di sana e prudente gestione; nel caso in cui decida di porre i costi di ricerca a carico dei clienti, dovrà prevedere contrattualmente tale onere aggiuntivo e darne *disclosure* ai clienti sulla base delle nuove disposizioni introdotte dalla MIFID II in materia di trasparenza dei costi, con conseguente possibilità da parte dei clienti di raffrontare i costi applicati dai diversi intermediari.

4. Remunerazione

4.1 Politiche e prassi retributive e disciplina dei conflitti di interesse

Sulla scorta del dibattito sorto nell'ambito del processo di revisione della Direttiva MIFID,⁶⁷ la Direttiva MIFID II, all'art. 23 (1), ha espressamente ricompreso, a livello di norma primaria, le politiche e le prassi retributive⁶⁸ all'interno delle ipotesi idonee a generare un conflitto di interesse a danno della clientela. A tale fine, la Direttiva MIFID II dispone che l'impresa d'investimento dovrà astenersi dal remunerare o valutare i risultati del personale secondo sistemi in grado di confliggere con l'obbligo di agire nel miglior interesse possibile del cliente.⁶⁹ Conseguentemente, remunerazioni, *target* di vendita e altri mezzi che forniscano un incentivo suscettibile di indurre il personale a favorire i propri interessi

67) Commissione Europea, *Public Consultation Review of The Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*, 8 dicembre 2010, pag. 70.

68) L'equiparazione agli incentivi può essere una spiegazione della similitudine delle definizioni di *inducement* e remunerazione. Il Regolamento Delegato 2017/565 definisce la remunerazione come "ogni forma di pagamento o beneficio finanziario o non finanziario fornito direttamente o indirettamente dalle imprese ai soggetti rilevanti nel contesto della fornitura di servizi di investimento o servizi accessori ai clienti". Il confronto di tale definizione con quella di *inducement*, dettata dall'art. 24 (7) (b) della Direttiva MIFID II, fa emergere come la differenza sia solamente nel soggetto che eroga il beneficio. Un indizio di tale *ratio* la troviamo nel *Considerando* 40 del Regolamento Delegato 2017/565, il quale chiarisce che la definizione di remunerazione dovrebbe includere tutte le forme di beneficio finanziario o non finanziario concesso direttamente o indirettamente dalle imprese ai soggetti rilevanti nel contesto della prestazione di servizi di investimento o servizi accessori alla clientela.

69) Cfr. Art. 23 e 24 (10).

o gli interessi dell'impresa (i.e. *self-placement* o vendita di prodotti più redditizi) non risulteranno conformi ai principi oggetto della disciplina in commento. Anche in questo caso, l'impostazione adottata nella MIFID II non è nuova agli operatori; al tempo stesso, configura certamente un elemento di novità e contribuisce all'adozione di comportamenti uniformi da parte degli operatori in ambito comunitario il fatto che oggi tali limitazioni siano contenute in previsioni normative. Nell'ottica di fornire una risposta concreta ed efficace al rischio di *mis-selling*, la Direttiva MIFID II impone ulteriori obblighi di *governance* in capo alle imprese di investimento; queste ultime sono chiamate ad adottare una *policy* sulle retribuzioni per le persone che si occupano della prestazione di servizi alla clientela, volta a incoraggiare una condotta professionale responsabile, il trattamento equo dei clienti ed a evitare conflitti di interesse nelle relazioni con questi ultimi.⁷⁰

4.2 Il contenuto della politica di remunerazione

Il Regolamento Delegato 2017/565 entra nel merito dei contenuti della *policy* (la cui approvazione spetta all'organo di gestione dell'impresa di investimento dopo essersi consultato con la funzione di controllo di conformità alle norme), disponendo che:

- i. le politiche e pratiche retributive si applicano a tutti i soggetti rilevanti che hanno un impatto diretto o indiretto sui servizi di investimento o servizi accessori prestati o sulla condotta aziendale, indipendentemente dal tipo di clienti, nella misura in cui la retribuzione di tali soggetti e gli incentivi analoghi di cui godono possa creare un conflitto di interesse che li incoraggi ad agire contro gli interessi di un cliente dell'impresa;
- ii. la retribuzione e gli incentivi analoghi non

70) Cfr. Art. 9 (3) (c). Tale *policy*, già prevista come raccomandazione dagli Orientamenti dell'ESMA, è espressamente intesa "a non creare conflitti di interesse o incentivi che possano indurre i soggetti rilevanti a favorire i propri interessi o gli interessi dell'impresa a potenziale discapito di un cliente". (Cfr. secondo periodo, art. 27(1) del Regolamento Delegato 2017/565).

devono basarsi esclusivamente o prevalentemente su criteri commerciali quantitativi dovendo tener conto di adeguati criteri qualitativi che riflettano la conformità alla regolamentazione applicabile, l'equo trattamento dei clienti e la qualità dei servizi prestati ai clienti;

- iii. l'equilibrio tra componenti fisse e variabili della retribuzione è mantenuto in qualsiasi circostanza, di modo che la struttura retributiva non favorisca gli interessi dell'impresa di investimento o dei suoi soggetti rilevanti a discapito degli interessi di un cliente.

Tenuto conto che la regolamentazione di secondo livello non fornisce ulteriori delucidazioni in merito alla struttura della remunerazione, si ritiene opportuno richiamare quanto espresso dall'ESMA nei propri orientamenti sulle politiche e prassi retributive,⁷¹ in quanto i medesimi sono in grado di fornire un valido spunto interpretativo.⁷²

4.3 Le *good&bad practice* individuate dall'ESMA

Tali orientamenti illustrano delle *good/bad practices*, che debbono ritenersi fattispecie esemplificative e non esaustive. Si richiamano tra le *good practice*:

- i. l'assegnazione su base lineare della remunerazione variabile e non secondo una modalità "*all or nothing*", anche in più *tranche* e differita al fine di valutare la qualità del servizio prestato;
- ii. la correlazione di una parte della remunerazione a criteri qualitativi (ad esempio al rendimento effettivo e finale dei prodotti oggetto della prestazione);
- iii. l'utilizzo di *benchmark* nel calcolo della retribuzione variabile dei soggetti rilevanti comuni a tutti i prodotti venduti e inclusivi di criteri qualitativi;

71) Gli Orientamenti sono in vigore in Italia a decorrere dal 24 gennaio 2014. Cfr Comunicazione congiunta Consob-Banca d'Italia del 29 gennaio 2014 avente ad oggetto l'Attuazione degli Orientamenti emanati dall'ESMA in materia di politiche e prassi retributive (MIFID).

72) Cfr. ESMA, Politiche e prassi retributive (MIFID), Orientamenti, 3 giugno 2013 | ESMA/2013/606.

- iv. l'allineamento della retribuzione al termine di investimento così che la remunerazione variabile possa essere correlata al rendimento del prodotto;
- v. la correlazione della retribuzione sia al volume delle vendite sia al rendimento effettivo di tali prodotti per il cliente su un lasso di tempo adeguato. In questo caso, la valutazione dei dati finanziari è usata per misurare la qualità del servizio reso.

Sono invece indicate come *bad practice*:

- i. l'offerta, da parte di un intermediario al personale commerciale, di una specifica forma di remunerazione aggiuntiva per la sottoscrizione da parte dei clienti di un fondo per cui l'intermediario ha interesse specifico;
- ii. l'assegnazione a dirigenti e dipendenti di bonus rilevanti con riferimento ad un singolo prodotto;
- iii. basare la componente variabile della remunerazione solo sui volumi di vendita;
- iv. il compimento, da parte del dipendente, di frequenti operazioni di vendita e acquisto in modo da aumentare le proprie commissioni di negoziazione.

Capitolo V – Gli obblighi di trasparenza contrattuale

1. Introduzione

La Direttiva MIFID II, in continuità con quanto previsto ai sensi della Direttiva MIFID, attribuisce un ruolo fondamentale agli obblighi di trasparenza contrattuale degli intermediari, in quanto questi costituiscono un fondamentale presidio di protezione della clientela.

In particolare, la Direttiva MIFID II stabilisce obblighi informativi a favore della clientela, in primo luogo, nella fase pre-contrattuale (c.d. informativa *ex-ante*), cosicché i clienti o potenziali clienti, attraverso un'informativa in forma comprensibile, "*possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*".⁷³

In secondo luogo, la Direttiva MIFID II stabilisce obblighi informativi c.d. *ex-post* e obblighi informativi periodici nei rapporti di durata, così da consentire alla clientela di monitorare l'andamento degli investimenti e dei rapporti.

Alla tutela informativa del cliente, volta a colmare un inevitabile svantaggio conoscitivo del cliente rispetto all'impresa di investimento, soprattutto del cliente al dettaglio o *retail*, si accompagna nella Direttiva MIFID II un rafforzamento degli obblighi di condotta delle imprese di investimento (ad esempio, con la nuova disciplina in materia di c.d. *product governance*) e dei poteri di intervento delle autorità di vigilanza (ad es., i nuovi poteri in materia di c.d. *product intervention*).

Come ai sensi della Direttiva MIFID, i presidi di tutela informativa sono graduati in ragione della classificazione della clientela nelle tre categorie di (i) clientela al dettaglio (o *retail*), (ii) clientela

professionale, e (iii) controparti qualificate.

Pur ponendosi, come detto, in continuità con la disciplina precedente, la Direttiva MIFID II introduce novità rilevanti in tema di trasparenza contrattuale.

In primo luogo, il legislatore, presa coscienza dei "*limiti della capacità dei clienti non al dettaglio di valutare il rischio dei loro investimenti*" resi manifesti dalla crisi finanziaria,⁷⁴ ha esteso gli ambiti di tutela informativa a favore dei clienti professionali ed applicato anche a favore delle controparti qualificate alcuni obblighi informativi previsti precedentemente soltanto per la clientela *retail* e professionale. Ad esempio, con la Direttiva MIFID II è stato esteso il principio della necessaria contrattualizzazione dei diritti e obblighi delle parti anche nei rapporti tra impresa di investimento e clienti professionali ed esteso a quest'ultimi le tutele in materia di informazioni (incluse quelle di *marketing*) per garantire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti. Inoltre, la Direttiva MIFID II ha esteso a favore delle controparti qualificate l'obbligo di agire "*in modo onesto, equo e professionale*" (precedentemente limitato ai rapporti con i clienti *retail* e professionali), l'obbligo di effettuare comunicazioni in forma comprensibile e specifici obblighi di informativa *ex-ante* ed *ex-post*.⁷⁵

Per quanto riguarda il contenuto specifico dell'informativa, poi, la Direttiva MIFID II ha esteso significativamente gli obblighi di trasparenza in materia di costi e oneri, introducendo una disciplina articolata che non ha mancato di sollevare diversi dubbi interpretativi (come si vedrà *infra*). Inoltre, la Direttiva MIFID II ha tentato di meglio coordinare la disciplina in materia di trasparenza sui costi con le disposizioni previste dal Regolamento (UE) n. 1286/2014 in tema di prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi

⁷⁴ Cfr. *Considerando* 104 della Direttiva MIFID II.

⁷⁵ Cfr. artt. 24(1) e 30(1) della Direttiva MIFID II.

⁷³ Cfr. art. 24(5) Direttiva MIFID II.

pre-assemblati (i c.d. PRIIPS), sebbene sul tema siano tuttora presenti diversi dubbi applicativi.

La Direttiva MIFID II ha, poi, introdotto alcune rilevanti disposizioni di dettaglio in materia di informativa sugli strumenti finanziari e rischi associati, sul servizio di consulenza ed in materia di informativa c.d. *ex-post*.

Infine, tra le novità rispetto al regime precedente si deve menzionare anche la circostanza che la normativa di dettaglio (o di secondo livello) è ora stabilita da una fonte normativa di diretta applicazione in ogni Stato membro, il Regolamento Delegato 2017/565, invece che da una direttiva.⁷⁶ L'utilizzo da parte del legislatore della fonte normativa regolamentare consente di realizzare un'armonizzazione massima, limitando di conseguenza l'ambito di discrezionalità degli Stati membri in fase di attuazione delle nuove disposizioni normative.

Nei paragrafi seguenti si prenderanno in considerazione le principali novità introdotte con la Direttiva MIFID II, in particolare in materia di:

- i. informativa *ex-ante* ed *ex-post* sui costi e oneri;
- ii. informativa *ex-ante* sugli strumenti finanziari e rischi associati;
- iii. informativa *ex-ante* sul servizio di consulenza;
- iv. tempistica dell'informativa *ex-ante*;
- v. obblighi di *reporting ex-post*.

2. Informativa sui costi e oneri

Come anticipato sopra, la Direttiva MIFID II ha ampliato significativamente gli obblighi di trasparenza *ex-ante* ed *ex-post* delle imprese di investimento in materia di costi e oneri, sia in ottica di maggior tutela informativa degli investitori, sia con l'obiettivo di chiarire alcuni aspetti specifici che erano rimasti ambigui sotto la vigenza della Direttiva MIFID.

In particolare, l'art. 24(4) della Direttiva MIFID II prevede che al cliente siano fornite "tempestivamente" le informazioni su tutti i costi e oneri

connessi, le quali devono includere, oltre alle informazioni sui costi dei servizi d'investimento e servizi accessori (incluso l'eventuale costo della consulenza, ove rilevante), anche le informazioni su:

- i. costo dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita;
- ii. modalità di pagamento;
- iii. eventuali "*third party payments*" ricevuti dall'impresa di investimento.

In caso di c.d. "vendita abbinata" (ossia, "*l'offerta di un servizio di investimento insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento dello stesso accordo o pacchetto*")⁷⁷ l'impresa di investimento deve informare il cliente in merito alla possibilità di acquistare i diversi componenti separatamente e deve dare giustificativi separati dei costi e degli oneri di ciascun componente.⁷⁸ Nell'allegato II del Regolamento Delegato 2017/565 è presentata un'esemplificazione delle voci di costo da tenere in considerazione relativamente ai servizi di investimento e/o servizi accessori (tabella 1) e agli strumenti finanziari (tabella 2). Per comodità di consultazione, si riporta in fondo tale allegato II del Regolamento Delegato 2017/565.

Le informazioni sui costi e oneri, che non siano causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante devono essere fornite al cliente in forma aggregata, così da "*permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento*", riportando in voci separate i costi e oneri relativi ai servizi di investimento e accessori, da una parte, e quelli relativi agli strumenti finanziari, dall'altra.⁷⁹

In una voce separata, inoltre, si dovranno indicare i "*third party payments*" ricevuti dall'impresa di investimento (i quali, nel caso di prestazione di consulenza su base indipendente e gestione di portafogli dovranno essere restituiti al cliente).⁸⁰ A questo proposito, l'art. 24(9) della Direttiva MIFID II prevede l'obbligo di comunicare

76) Ossia, la Direttiva 2006/73/CE.

77) Cfr. Art. 4(1), n. 42, Direttiva MIFID II.

78) Cfr. Art. 24(11) Direttiva MIFID II.

79) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 13, pag. 64.

80) Cfr. Art. 12(1) della Direttiva Delegata 2017/593.

chiaramente al cliente l'esistenza, natura e importo di *inducements*, "in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio". Qualora il loro importo non possa essere accertato, al cliente dovrà essere comunicato il metodo di calcolo di tale importo. Ove applicabile, poi, si dovrà dare informativa "in merito ai meccanismi per trasferire al cliente gli onorari, le commissioni o i benefici monetari o non monetari percepiti per la prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio".

L'ESMA ha recentemente riportato il seguente esempio di possibile presentazione dei costi e oneri in forma aggregata.⁸¹

	Ammontare in euro	Ammontare percentuale
Servizio di investimento e/o accessori	1.500	1,5%
Pagamenti di terzi	500	0,5%
Strumenti finanziari	1.500	1,5%
Totale dei costi e oneri	3.500	3,5%

Rimane, comunque, la facoltà per il cliente di richiedere una presentazione dei costi e oneri in forma analitica – con un *breakdown* che distingue almeno spese *una tantum*, spese correnti, costi per operazioni effettuate, spese per servizi accessori e costi accessori⁸² – e il conseguente obbligo dell'impresa di investimento di consentire al cliente di esercitare tale facoltà agevolmente (ad es., nell'ambito di un'informativa online, mediante collegamenti *hyperlink*). Secondo l'ESMA, costituisce *best practice* da parte delle imprese di investimento informare la propria clientela della facoltà di richiedere tale informativa analitica, quando viene trasmessa l'informativa dei costi su base aggregata.⁸³

Nel calcolo aggregato dei costi e oneri, sia ai fini dell'informativa *ex-ante* sia dell'informativa *ex-post*, si devono includere:

- i. tutti i costi e oneri connessi relativi al ser-

vizio o ai servizi di investimento e/o servizi accessori prestati al cliente – con indicazione numerica (*cash amount*) e in percentuale – includendo sia quelli applicati dall'impresa di investimento, sia quelli applicati da altre parti cui il cliente sia stato indirizzato. Devono essere dettagliati separatamente i pagamenti di terzi ricevuti in connessione con il servizio di investimento fornito a un cliente (i.e., i c.d. *inducements*);⁸⁴

- ii. tutti i costi e oneri connessi associati alla realizzazione e gestione degli strumenti finanziari.

2.1 Informativa *ex-ante*

Un'informativa completa *ex-ante* riguardante i costi e oneri aggregati sia del servizio di investimento e/o servizio accessorio, sia dello strumento finanziario (i c.d. *full point of sale disclosure*), è richiesta soltanto ove:

- i. l'impresa di investimento raccomanda o offre in vendita strumenti finanziari ai clienti (ad es., nell'ambito dei servizi di consulenza o gestione di portafogli);⁸⁵ oppure
- ii. limitatamente ai prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati (i c.d. PRIIPs) e Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (c.d. OICVM), l'impresa di investimento è tenuta ai sensi delle relative disposizioni normative comunitarie a fornire ai clienti, rispettivamente un KID o un KIID.

Al di fuori delle ipotesi sopra riportate l'impresa di investimento è comunque tenuta a fornir-

81) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 13, pag. 64.

82) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 13, pag. 65.

83) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 13, pag. 65.

84) Cfr. Art. 50(2) Regolamento Delegato 2017/565.

85) Cfr. ESMA, *Consultation Paper*, 22 maggio 2014, pag. 102.

re al cliente o potenziale cliente un'informativa *ex-ante* riguardante soltanto i costi e oneri aggregati del servizio di investimento e/o servizio accessorio prestato.

L'informativa *ex-ante* sui costi e oneri dev'essere perimetrata sulle scelte effettuate dal cliente. Tale informativa può anche basarsi su un'ipotesi teorica di investimento, purché i costi e oneri comunicati rappresentino i costi che il cliente dovrà effettivamente sostenere sulla base di tale importo ipotizzato.⁸⁶ Tuttavia, nel caso di clienti soltanto potenziali, l'impresa di investimento, non potendo conoscere la scelta del cliente, dovrà adottare modalità in grado di rappresentare uno spettro di costi e oneri in relazione a diversi scenari (ad es., esponendo i costi e oneri relativi a una molteplicità di modelli di investitori, prevedendo l'accesso *online* a motori di calcolo interattivi oppure mettendo a disposizione tabelle dei costi che considerano diversi scenari di investimento).⁸⁷

Nel calcolo anticipato dei costi e oneri l'impresa di investimento deve utilizzare come modello (*proxy*) i costi effettivamente sostenuti, ovvero, ove questi non fossero disponibili, "stime ragionevoli di tali costi".⁸⁸ L'ESMA ha chiarito i criteri da utilizzare per una stima ragionevole dei costi nelle ipotesi in cui non vi sia alcuna disponibilità di dati pregressi (ad es., nel primo anno di applicazione della Direttiva MIFID II, primo anno di operatività di un'impresa, con nuova clientela). Le ipotesi di costi e oneri, poi, dovranno essere oggetto di riesame ed eventualmente adeguamento da parte dell'impresa di investimento, sulla base dei costi e oneri poi concretamente sostenuti.

Quando più imprese di investimento prestano servizi di investimento o servizi accessori allo stesso cliente, ciascuna di esse fornisce informazioni sui costi dei servizi di investimento o servizi accessori da essa prestati. Inoltre, quando un'impresa di investimento raccomanda od offre in vendita ai clienti servizi prestati da altra impresa, la stessa dovrà riportare i costi e gli

oneri dei propri servizi in forma aggregata con i costi e gli oneri dei servizi prestati dall'altra impresa.⁸⁹

2.2 Informativa *ex-post*

L'informativa *ex-post* completa su tutti i costi e oneri è richiesta ove l'impresa di investimento:

- i. abbia raccomandato/offerto in vendita strumenti finanziari oppure consegnato al cliente un KID o KIID, a seconda dei casi, relativamente a tali strumenti finanziari, e
- ii. intrattenga, o abbia intrattenuto, un rapporto di natura continuativa con il cliente.⁹⁰

Tale informativa *ex-post* deve indicare, in termini monetari e percentuali, i costi e oneri totali – inclusi i costi *one-off* imposti in sede di acquisto/vendita di strumenti finanziari ed eventuali *mark-up*⁹¹ – e deve essere fornita al cliente in forma personalizzata con cadenza almeno annuale, anche contestualmente alle eventuali relazioni periodiche destinate ai clienti.

L'informativa *ex-post* dev'essere data al cliente il prima possibile decorso un anno dalla data in cui si è instaurato il rapporto con il cliente (ove non sia prevista un'informativa con cadenza più ristretta).

Fuori dai casi sopra previsti, rimane comunque in capo all'impresa di investimento l'obbligo di fornire al cliente "adeguate relazioni sui servizi forniti in conformità con l'articolo 25, paragrafo 6, della direttiva 2014/65/UE, inclusi gli elementi di costo".⁹²

L'ESMA ha chiarito che, ove un *reporting period* copra un periodo in parte precedente la data di applicazione della MIFID II (ossia il 3 gennaio 2018) ed in parte successivo a tale data, sarà possibile dare, "on a best effort basis", un'informativa complessiva dei costi e oneri relativi all'intero *reporting period* in base ai criteri della Direttiva MIFID II ovvero, in alternativa, un'informativa distinta per ciascuno dei due periodi, insieme ad una spiegazione delle basi su cui tali

86) Cfr. *Considerando* 79 del Regolamento Delegato 2017/565.

87) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 14, pag. 65-66.

88) Cfr. Art. 50(8) Regolamento Delegato 2017/565.

89) Cfr. Art. 50(7) Regolamento Delegato 2017/565.

90) Cfr. Art. 50(9) Regolamento Delegato 2017/565.

91) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 1, pag. 58.

92) Cfr. *Considerando* 77 del Regolamento Delegato 2017/565.

costi e oneri sono stati calcolati.⁹³

2.3 Effetto cumulativo dei costi sulla redditività

L'impresa di investimento è tenuta a fornire al cliente, *ex-ante* ed *ex-post*, un'illustrazione dell'effetto cumulativo dei costi sulla redditività, in forma grafica, tabellare o narrativa.⁹⁴ In particolare, tale illustrazione:

- i. mostra l'effetto dei costi e degli oneri complessivi sulla redditività dell'investimento;
- ii. mostra eventuali impennate o oscillazioni ("*spikes or fluctuations*") dei costi;
- iii. è accompagnata da una sua descrizione.

Nel caso di informativa *ex-ante*, le descrizioni degli "*spikes or fluctuations*" dei costi sarà di carattere prospettico. Nel caso dell'informativa *ex-post*, tale descrizione dovrà includere gli "*spikes or fluctuations*" dei costi effettivamente intervenuti (ossia, attraverso un'informativa limitata a dati storici). Eventualmente, a tale informativa limitata a dati storici, si potrà aggiungere una descrizione prospettiva dei "*spikes or fluctuations*" previsti.⁹⁵

2.4 Acquisizione delle informazioni sui costi

L'adempimento degli obblighi di trasparenza sui costi e oneri richiederà uno sforzo da parte dell'impresa di investimento, al fine di ottenere dalle fabbriche prodotto le informazioni riguardanti i costi dei prodotti, ove questi non sono pubblicamente disponibili. Qualora non sia possibile ottenere tale informazioni dalle fabbriche prodotto, sarà necessario innanzitutto valutare se si sia in grado di poter offrire una rappresentazione adeguata dei costi e oneri totali dello strumento o del servizio, sulla base di una propria stima "*reasonable*" e "*sufficiently accurate*".⁹⁶

Si è molto discusso tra gli operatori in questi

mesi che precedono l'entrata in pieno regime della Direttiva MIFID II sui rapporti tra l'informativa sui costi prevista da Direttiva MIFID II e l'informativa imposta da altre disposizioni comunitarie, ed in particolare quella applicabile ai PRIIP (ossia, il KID) e quella applicabile agli OICVM (ossia, il KIID). L'art. 51 del Regolamento Delegato 2017/565 chiarisce che l'impresa di investimento che distribuisce quote di organismi di investimento collettivo o PRIIP deve comunque informare i clienti "*degli altri costi ed oneri associati relativi al prodotto che potrebbero non essere stati inclusi nel KIID degli OICVM o nel KID dei PRIIP*", oltre che dei costi e oneri relativi alla prestazione di servizi di investimento da parte di tale stessa impresa di investimento.

L'ESMA è intervenuta in materia attraverso i propri Q&A su specifici aspetti relativi a tale problematica, specificando, tra l'altro, le modalità con le quali un'impresa di investimento può ricavare dal KID predisposto per un PRIIP le informazioni necessarie per adempiere al proprio obbligo di informativa sui costi e oneri ai sensi della Direttiva MIFID II.⁹⁷

2.5 Clienti professionali e controparti qualificate

Gli obblighi informativi in materia di costi e oneri si applicano nei rapporti, oltre che con i clienti al dettaglio, anche con i clienti professionali e controparti qualificate. Tuttavia, l'impresa di investimento può concordare un'applicazione limitata di detti obblighi per clienti professionali e controparti qualificate, salvo nei seguenti casi:

- i. nei rapporti con clienti professionali, con riferimento al servizio di consulenza in materia di investimenti, di gestione di portafogli e quando, indipendentemente dal servizio di investimento prestato, gli strumenti finanziari interessati incorporano uno strumento derivato;
- ii. nei rapporti con controparti qualificate, quando, indipendentemente dal servizio di investimento prestato, gli strumenti finan-

93) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 21, pag. 74-75.

94) Cfr. Art. 50(10) Regolamento Delegato 2017/565; ESMA, *Consultation Paper* del 22 maggio 2014, §59; Q&A ESMA, §9, quesito n. 2, pag. 58.

95) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 3, pag. 55.

96) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 11, pag. 63.

97) Cfr. Q&A ESMA, §9, quesito n. 12, pagg. 63-64.

ziari interessati incorporano uno strumento derivato e la controparte qualificata intende offrirli ai suoi clienti.⁹⁸

Come esempio di applicazione limitata degli obblighi informativi, lo stesso Regolamento Delegato 2017/565 ipotizza la possibilità di non illustrare l'effetto complessivo dei costi sul rendimento o, se una parte dei costi e degli oneri totali è espressa in valuta estera, la non indicazione della valuta coinvolta e dei tassi e dei costi di cambio applicabili.⁹⁹ In ogni caso, eventuali applicazioni limitate degli obblighi di trasparenza sui costi non dovrebbero tradursi in una sostanziale totale disapplicazione dagli obblighi informativi in materia di costi e oneri.

3. Informativa *ex-ante* sugli strumenti finanziari

La Direttiva MIFID II conferma gli obblighi di informativa, già previsti ai sensi della Direttiva MIFID, in tema di strumenti finanziari e strategie di investimento proposte. Tale informativa deve ricomprendere *“opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento”*, indicando, inoltre, *“se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento”* (ossia del loro inquadramento ai sensi della disciplina della c.d. *product governance*).¹⁰⁰

La normativa di secondo livello introdotta nell'ambito di Direttiva MIFID II riproduce la disciplina di dettaglio già prevista nella vigenza della Direttiva MIFID, con qualche ulteriore precisazione ed estensione. In particolare, l'art. 48(1) del Regolamento Delegato 2017/565 prevede che l'informativa in merito alle caratteristiche dello strumento finanziario deve contenere anche una spiegazione del funzionamento e risultati dello stesso in varie condizioni di mercato,

sia positive che negative. Nell'ambito della descrizione dei rischi connessi al tipo di strumento finanziario è necessario specificare, inoltre, *“i rischi associati all'insolvenza dell'emittente o a eventi connessi come il salvataggio con risorse interne (bail-in)”*.¹⁰¹

Infine, si è previsto in caso di strumenti finanziari composti da due o più strumenti finanziari o servizi l'obbligo di fornire una *“descrizione accurata della natura giuridica dello strumento finanziario, degli elementi che lo compongono e del modo in cui l'interazione tra i componenti influisce sui rischi dell'investimento”*.¹⁰²

4. Informativa *ex-ante* sul servizio di consulenza

La Direttiva MIFID II ha introdotto un'estensione degli obblighi di trasparenza pre-contrattuale nell'ambito della consulenza in materia di investimenti. In particolare, l'art. 24(4), lett. a), Direttiva MIFID II prevede l'obbligo dell'impresa di investimento di informare il cliente, *“in tempo utile prima della prestazione della consulenza”*, in merito a:

- i. il carattere indipendente o meno della consulenza prestata;
- ii. la gamma di strumenti finanziari su cui si basa la consulenza e, in particolare, se tale gamma sia limitata agli strumenti emessi o forniti da entità con legami/rapporti stretti con l'impresa di investimento;
- iii. se sarà fornita o meno ai clienti una valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

5. Tempistica dell'informativa *ex-ante*

La Direttiva MIFID II non richiede che tutte le informazioni richieste siano date al cliente immediatamente, ossia al primo contatto, né che siano date tutte nello stesso contesto, purché le

98) Cfr. Art. 50(1) Regolamento Delegato 2017/565 e Q&A ESMA, §9, quesito n. 18, pag. 73.

99) Cfr. *Considerando* 74 del Regolamento Delegato 2017/565.

100) Cfr. Art. 24(4), lett. b), della Direttiva MIFID II.

101) Cfr. Art. 48(2), lett. a), della Regolamento Delegato 2017/565.

102) Cfr. Art. 48(4), lett. a), della Regolamento Delegato 2017/565.

stesse siano date “in tempo utile”.¹⁰³

In particolare, le informazioni riguardanti i termini dell'accordo e quelle riguardanti i servizi di investimento o servizi accessori offerti devono essere fornite al cliente o potenziale cliente “*in tempo utile prima che questi sia vincolato da un accordo per la prestazione di servizi di investimento o servizi accessori o prima della prestazione di tali servizi, qualora sia precedente*”.¹⁰⁴ Le informazioni, invece, riguardanti l'impresa d'investimento e i servizi, gli strumenti finanziari, la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti e i costi e oneri, devono essere fornite al cliente o potenziale cliente in tempo utile prima di prestare i servizi di investimento o servizi accessori.

Nella determinazione della tempistica entro cui devono essere date le informazioni è necessario tener conto dell'indicazione generale riportata nel *Considerando* 83 della Direttiva MIFID II secondo cui “[n]el determinare in che cosa consista la comunicazione di informazioni in tempo utile prima di un termine specificato nella presente direttiva, l'impresa di investimento dovrebbe tenere conto, in funzione dell'urgenza della situazione, del periodo di tempo di cui il cliente necessita per poter leggere e comprendere le informazioni prima di adottare una decisione di investimento”. Lo stesso *Considerando* specifica, inoltre, che “È probabile che, per esaminare le informazioni relative a un prodotto o servizio complesso o che gli è poco familiare, o a un prodotto o servizio sul quale non ha esperienza, il cliente necessiti di più tempo che per un prodotto o servizio più semplice o che gli è più familiare o del quale il cliente abbia già un'esperienza precedente”. Tale indicazione normativa, tuttavia, potrebbe ingenerare controversie in futuro tra cliente e impresa di investimento, dal momento che introduce un criterio vago e soggetto a diverse interpretazioni.

Le informazioni potranno essere fornite insieme al contratto, ovvero anche separatamente, purché su supporto durevole (anche non cartaceo, se tale modalità è appropriata per il contesto

in cui si svolge il rapporto e la persona destinataria sceglie specificamente tale altro supporto) ovvero tramite un sito internet (quindi, senza un'informativa rivolta personalmente al cliente), purché siano rispettate determinate condizioni.¹⁰⁵

6. Reporting successivo

In materia di *reporting* la Direttiva MIFID II non ha inciso in modo significativo sulla normativa precedente, salvo per quanto riguarda gli aspetti sopra descritti in tema di informativa sui costi e oneri. Tuttavia, la Direttiva MIFID II, insieme alla relativa normativa di secondo livello, ha esteso specifici aspetti di informativa, in un'ottica di ampliamento della tutela degli investitori, soprattutto quelli *retail*.

In continuità con la Direttiva MIFID, l'art. 25(6) della Direttiva MIFID II prevede l'obbligo dell'impresa di investimento di dare ai clienti su supporto durevole adeguate relazioni sui servizi prestati, comprendendo, se del caso, i costi delle operazioni e dei servizi prestati per loro conto. La disposizione in esame, tuttavia, aggiunge che tale relazione deve tener conto, se del caso, “*della tipologia e della complessità degli strumenti finanziari in questione e della natura del servizio prestato al cliente*”.

Il contenuto specifico della reportistica è declinato nel Regolamento Delegato 2017/565, con distinzione degli obblighi di comunicazione riguardanti:

- i. esecuzione di ordini al di fuori della gestione di portafogli;
- ii. gestione di portafogli;
- iii. comunicazioni supplementari riguardanti la gestione di portafogli e operazioni con passività potenziali;
- iv. rendicontazione sugli strumenti finanziari o sui fondi dei clienti.

¹⁰³) Cfr. *Considerando* 84 della Direttiva MIFID II.

¹⁰⁴) Cfr. Art. 46(1) del Regolamento Delegato 2017/565.

¹⁰⁵) Cfr. Art. 3(2) del Regolamento Delegato 2017/565.

6.1 Esecuzione ordini al di fuori della gestione di portafogli

Per quanto attiene all'esecuzione degli ordini al di fuori della gestione di portafogli, il Regolamento Delegato 2017/565 conferma le previsioni già stabilite dalla Direttiva MIFID,¹⁰⁶ salvo richiedere che nell'avviso di conferma dell'ordine, che dev'essere inviato al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione (ovvero, nel caso in cui l'impresa riceve la conferma da un terzo, al più tardi il primo giorno lavorativo dal ricevimento della conferma da parte di tale terzo), sia indicato:

- i. nell'ambito della *disclosure* sulle commissioni e spese, *“l'importo di qualsiasi maggiorazione o riduzione applicata qualora l'operazione sia stata eseguita da un'impresa di investimento durante una negoziazione per conto proprio e l'impresa di investimento abbia un obbligo di esecuzione alle condizioni migliori nei confronti del cliente”*, ove pertinente;¹⁰⁷
- ii. il tasso di cambio ottenuto, quando l'operazione comporta una conversione di valuta.¹⁰⁸

Come anche chiarito da Consob nelle sue recenti proposte di modifica al Regolamento Intermediari,¹⁰⁹ l'obbligo di reportistica in oggetto è da ritenersi applicabile anche con riferimento alla prestazione dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e collocamento, e non solamente con riferimento al servizio di esecuzione di ordini. Nella bozza di articolato riportata nello stesso documento, la Consob ha voluto estendere tale obbligo anche all'offerta fuori sede, in quanto intesa come modalità di svolgimento del servizio di collocamento.¹¹⁰

Tali obblighi di informativa sono stati estesi anche alle controparti qualificate. Tuttavia, l'impresa di investimento può concordare con una controparte qualificata una disciplina specifica per quanto riguarda contenuto e tempistica di

tale reportistica.¹¹¹

6.2 Gestione di portafogli

Per quanto attiene agli obblighi di reportistica riguardanti la gestione di portafogli, la Direttiva MIFID II e il Regolamento Delegato 2017/565 confermano la precedente disciplina, salvo prevedere che la frequenza di tale reportistica sia ordinariamente trimestrale, invece di semestrale.

Inoltre, è prevista una nuova esenzione – oltre a quelle già previste ai sensi della Direttiva MIFID¹¹² – dall'obbligo di *reporting* trimestrale nel caso in cui sia consentito al cliente di accedere ad un sistema *online*, qualificabile come supporto durevole, *“dove è possibile accedere a valutazioni aggiornate del portafoglio del cliente”* e dove il cliente possa accedere facilmente ad un rendiconto sugli strumenti finanziari e fondi dei clienti, purché l'impresa possa provare che il cliente ha avuto accesso a una valutazione del suo portafoglio almeno una volta durante il trimestre in questione.

6.3 Comunicazioni supplementari riguardanti la gestione di portafogli e operazioni con passività potenziali

Il Regolamento Delegato 2017/565 ha introdotto una disciplina più specifica e ampia (e, quindi, anche più onerosa per gli operatori) in merito alle comunicazioni supplementari riguardanti la gestione di portafogli e operazioni con passività potenziali, risolvendo alcuni dubbi interpretativi sorti nella vigenza della Direttiva MIFID.¹¹³

In particolare, si prevede l'obbligo delle imprese di investimento che prestano il servizio di gestione di portafogli di informare il cliente quando il valore complessivo del portafoglio, come valutato all'inizio di un *reporting period* (ossia, di regola su base trimestrale), subisce un deprezzamento del 10% e, successivamente, di multipli del 10% rispetto sempre al valore valutato all'ini-

106) In particolare, l'art. 40 della Direttiva 2006/73/CE.

107) Cfr. Art. 59(4), lett. m), del Regolamento Delegato 2017/565.

108) Cfr. Art. 59(4), lett. n), del Regolamento Delegato 2017/565.

109) Cfr. Art. 53, co. 1-*ter*, del Regolamento Intermediari in bozza.

110) Cfr. Regolamento Intermediari in bozza, pag. 65.

111) Cfr. Art. 61 del Regolamento Delegato 2017/565.

112) In particolare, dall'art. 41(3) della Direttiva 2006/73/CE.

113) In particolare, Cfr. art. 42 della Direttiva 2006/73/CE.

zio del *reporting period*.¹¹⁴

L'obbligo di informativa scatta con riferimento al valore complessivo del portafoglio, non con riferimento a variazioni di singoli strumenti presenti nel patrimonio in gestione, ed indipendentemente dalla natura delle operazioni e strumenti finanziari inclusi nel portafoglio.¹¹⁵

Per quanto riguarda, poi, i conti dei clienti *retail* che includono posizioni in strumenti finanziari con effetto leva o in operazioni con passività potenziali, l'obbligo di informativa scatta quando il valore iniziale di ciascuno strumento subisce un deprezzamento del 10% e successivamente di multipli del 10%.

Per l'adempimento di tali obblighi informativi è prevista una tempistica particolarmente stringente: entro la fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata o della fine del giorno lavorativo successivo, qualora essa sia superata in un giorno non lavorativo.

Le disposizioni in esame hanno sollevato tra gli operatori notevoli perplessità e dubbi interpretativi. Al fine di chiarire alcuni aspetti di particolare rilevanza, l'ESMA ha specificato che non è necessario un monitoraggio continuo del valore del portafoglio o degli strumenti finanziari con effetto leva/operazioni con passività potenziali, essendo invece sufficiente una sola verifica quotidiana.¹¹⁶ A questo fine, l'ESMA ha suggerito come possibile modalità di adempimento di tale obbligo la previsione di:

- i. un "*fixed daily valuation period*" immediatamente dopo il c.d. "*overnight reconciliation*" (ad es., alle ore 6 del mattino);
- ii. la notifica ai clienti degli eventuali deprezzamenti rilevanti entro l'orario di chiusura della stessa giornata (ad es., le ore 17).

Ove nel portafoglio siano inclusi strumenti finanziari per i quali non sia disponibile un valore di riferimento su base giornaliera (ad es., quote di OICR per i quali non sia disponibile un calcolo quotidiano del *net asset value*), l'impresa di investimento è tenuta ad adottare criteri di stima

del *fair value* coerenti con i criteri utilizzati ai fini del *reporting* periodico ai sensi dell'art. 60 del Regolamento Delegato 2017/565.¹¹⁷

Nel caso in cui un portafoglio subisca un deprezzamento rilevante durante un *reporting period* (ossia, un deprezzamento che abbia fatto scattare l'obbligo di comunicazione), ai fini del calcolo delle soglie di deprezzamento nello stesso *reporting period* si dovrà fare comunque riferimento al valore del portafoglio all'inizio di tale *reporting period*.¹¹⁸ Pertanto, seguendo l'esempio riportato dall'ESMA, se un portafoglio di valore iniziale 100.000 subisce un deprezzamento del 10% (risultando, quindi, di valore 90.000), l'obbligo di segnalazione scatterà nello stesso *reporting period* se il valore del portafoglio si ridurrà del 10% rispetto al valore iniziale di 100.000 (quindi, per deprezzamenti di almeno 10.000, non invece di 9.000). Il valore del portafoglio alla fine del *reporting period*, poi, costituirà il valore iniziale del successivo *reporting period* su cui calcolare le soglie di deprezzamento del 10%.

L'ESMA, poi, ha chiarito come calcolare i deprezzamenti del portafoglio in presenza di disinvestimenti effettuati durante un *reporting period* dal cliente e/o di successivi versamenti di denaro o di investimenti.¹¹⁹ In particolare, in caso di disinvestimenti in denaro durante un *reporting period*, nel calcolo del valore complessivo del portafoglio al fine di verificare l'eventuale superamento del limite del 10% di deprezzamento in tale stesso *reporting period* si dovrà tener conto anche dell'ammontare in denaro disinvestito (i.e., tale ammontare dovrà essere sommato all'ammontare del portafoglio rimanente ai fini della verifica degli scostamenti nel *reporting period*). In caso, invece, di versamenti effettuati da cliente durante un *reporting period*, si seguono le seguenti regole ai fini del calcolo della soglia di deprezzamento:

- i. in caso di versamenti in denaro, la base di calcolo del valore del portafoglio non tiene conto di tali versamenti;
- ii. in caso di un versamento in denaro che è

114) Cfr. Art. 61(1), del Regolamento Delegato 2017/565.

115) Cfr. *Considerando* 95 del Regolamento Delegato 2017/565. Cfr. *ESMA Consultation Paper*, 22 maggio 2014, pag. 145.

116) Cfr. Q&A ESMA, §8, quesito n. 1 e quesito n. 3.

117) Cfr. Q&A ESMA, §8, quesito n. 5.

118) Cfr. Q&A ESMA, §8, quesito n. 7.

119) Cfr. Q&A ESMA, §8, quesito n. 2 e 4.

stato subito investito, ovvero in caso di aggiunta al portafoglio di investimenti, la base di calcolo del valore del portafoglio tiene conto di tali versamenti. Tuttavia, le imprese di investimento dovrebbero astenersi da qualsiasi comportamento che possa incentivare tale versamenti da parte del cliente, così da non dover notificare deprezzamenti del portafoglio.

6.4 Rendicontazione sugli strumenti finanziari o sui fondi dei clienti

Anche la normativa già prevista ai sensi della Direttiva MIFID in materia di rendicontazione sugli strumenti finanziari o sui fondi dei clienti¹²⁰ è stata rivisitata con l'obiettivo di rafforzare la tutela dell'investitore.

In primo luogo, si è introdotto un obbligo di rendicontazione minima su base trimestrale, e non più annuale. In secondo luogo, è stato esteso il contenuto di tale rendicontazione prevedendosi, in aggiunta a quanto già previsto dalla Direttiva MIFID, l'obbligo di indicare, distinguendo in modo chiaro, le attività o fondi soggetti alle disposizioni della normativa emanata ai sensi della Direttiva MIFID II e quelli esclusi, nonché le attività con peculiarità relative al loro *ownership status* (ad es., perché soggette ad un diritto di garanzia). Inoltre, nella rendicontazione dovrà essere indicato, per gli strumenti finanziari inclusi nel rendiconto, il relativo valore di mercato ovvero, ove esso non fosse disponibile, il valore stimato. In tale seconda ipotesi, si dovrà indicare che l'assenza di un prezzo di mercato di uno strumento costituisce un segnale di una sua probabile mancanza di liquidità.¹²¹

120) Cfr. Art. 43 della Direttiva 2006/73/CE.

121) Cfr. Art. 63(2) del Regolamento Delegato 2017/565.

Allegato II del Regolamento Delegato 2017/565

(i) Costi e oneri inerenti i servizi di investimento e/o accessori

Voci di costo da comunicare		Esempi
Spese <i>una tantum</i> per la prestazione di un servizio di investimento	Tutti i costi e oneri pagati all'impresa di investimento all'inizio o alla fine del servizio o dei servizi di investimento prestati	Commissioni di deposito, commissioni di cessazione e costi di trasferimento
Spese correnti per la prestazione di un servizio di investimento	Tutti i costi e oneri correnti pagati all'impresa di investimento per i servizi prestati al cliente	Commissioni di gestione, commissioni di consulenza, commissioni di custodia
Tutti i costi per operazioni avviate nel corso della prestazione di un servizio di investimento	Tutti i costi e oneri inerenti alle operazioni effettuate dall'impresa di investimento o da altre parti	Commissioni di intermediazione, spese di entrata e di uscita pagate al gestore del fondo, commissioni della piattaforma, maggiorazioni (integrate nel prezzo dell'operazione), imposte di bollo, imposte sulle operazioni e costi di cambio
Spese per servizi accessori	Tutti i costi e oneri per servizi accessori non inclusi nei costi sopra indicati.	Costi di ricerca Costi di custodia
Costi accessori		Commissioni di <i>performance</i>

(ii) Costi e oneri connessi inerenti allo strumento finanziario

Spese <i>una tantum</i>	Tutti i costi e oneri (inclusi nel prezzo o che si aggiungono al prezzo dello strumento finanziario) pagati ai fornitori di prodotti all'inizio o alla fine dell'investimento nello strumento finanziario	Anticipi della commissione di gestione, commissione di strutturazione, commissione di distribuzione
Spese correnti	Tutti i costi e oneri correnti per la gestione del prodotto finanziario che sono dedotti dal valore dello strumento finanziario nel corso dell'investimento in esso	Commissioni di gestione, costi del servizio, commissioni di swap, costi e imposte sulla concessione di titoli in prestito, costi di finanziamento
Tutti i costi per le operazioni	Tutti i costi e oneri sostenuti per effetto dell'acquisto dell'investimento e del disinvestimento	Commissioni di intermediazione, spese di entrata e di uscita pagate dal fondo, maggiorazioni integrate nel prezzo dell'operazione, imposte di bollo, imposte sulle operazioni e costi di cambio
Costi accessori		Commissioni di <i>performance</i>

Capitolo VI – Mercati e best execution

1. Introduzione

Anni dopo l'entrata in vigore della Direttiva MIFID era opinione diffusa che la disciplina dei mercati ivi prevista avesse rivelato nel corso del tempo alcuni aspetti meritevoli di ripensamento.¹²²

L'intervento operato in relazione ai mercati da parte della Direttiva MIFID II mira, di conseguenza, a migliorare la disciplina posta a tutela dell'investitore, intervenendo su diversi aspetti, senza, tuttavia, operare uno stravolgimento delle regole già esistenti e mantenendo, viceversa, le linee essenziali dell'impianto normativo così come oggi conosciuto dagli operatori. L'intento del legislatore comunitario dell'epoca MIFID poteva riassumersi nell'obiettivo – perseguito attraverso l'introduzione di una pluralità di sedi di negoziazione su cui effettuare gli scambi di titoli – di favorire la concorrenza in relazione all'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari a beneficio dei clienti delle imprese di investimento.

Ciò aveva determinato il moltiplicarsi delle sedi di negoziazione e conseguentemente una notevole frammentazione della liquidità degli scambi (ciò che, chiaramente, si riverberava a danno dei fruitori di servizi finanziari piuttosto che giovargli). Inoltre, la diversificazione delle sedi di negoziazione non era stata idonea a determinare significativi effetti in termini di limitazione degli scambi *over the counter* (“OTC”), con le note conseguenze in tema di riduzione della trasparenza delle contrattazioni e di instabilità del sistema (con riferimento, in particolare, ai prodotti strutturati).

Le novità più rilevanti apportate dalla Direttiva MIFID II riguardano vari ambiti. In primo luogo, deve segnalarsi l'introduzione di una nuova sede di negoziazione, il “sistema organizzato di negoziazione” (nel seguito, “OTF”) e la precisazione

¹²² Cfr. *Commission staff working paper - impact assessment*, SEC (2011) 1226 final, fra l'altro pp. 16 e ss.

delle condizioni al ricorrere delle quali l'operatività di un intermediario può essere qualificata come internalizzazione sistematica.

Accanto a questo, sono stati previsti interventi volti a rafforzare i requisiti di trasparenza preventiva e successiva delle negoziazioni e a garantire la canalizzazione degli scambi relativi ad azioni e strumenti derivati presso sedi di negoziazione ufficiali al fine di disincentivare il proliferare degli scambi OTC.

Al rafforzamento della disciplina delle infrastrutture di mercato, e dunque all'operatività normativa su profili macro-strutturali, è corrisposto il rafforzamento di presidi – già presenti nel sistema – di protezione del singolo utente dei servizi finanziari. Per quanto qui più interessa, significative novità hanno riguardato l'obbligo di garanzia della *best execution* (“BE”) nell'esecuzione degli ordini della clientela.

2. OTF e internalizzazione sistematica

2.1 Gli OTF

La ragione dell'introduzione degli OTF – la cui gestione costituisce un nuovo servizio di investimento soggetto ad autorizzazione – a fianco dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione (“MTF”) è individuabile nella volontà di disciplinare e controllare ogni forma di “trading practices”. L'obiettivo di avere una nozione sufficientemente ampia e flessibile, tale da includere anche future modalità di trading, ha indotto a preferire l'introduzione dell'OTF rispetto alla soluzione alternativa, prospettata in sede di revisione della Direttiva MIFID rappresentata dall'estensione della nozione di MTF in modo da ricomprendere casistiche oggi già note (es. i “broker crossing systems”).

La categoria degli OTF assicura che le forme organizzate di negoziazione siano tutte ricondotte

in sedi che sono trasparenti e soggette a requisiti organizzativi simili.

Ovviamente, vi sono significative differenze tra le diverse *venues* e, in particolare, tra OTF, mercati regolamentati e MTF.

Punto di partenza per comprendere quali sono i tratti caratterizzanti gli OTF, è la definizione di OTF quale *“sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti”*.¹²³

Gli OTF condividono, quindi, con mercati regolamentati e MTF la caratteristica della multilateralità (per tale intendendosi la possibilità di incrociare attraverso il mercato interessi multipli di acquisto e vendita) finalizzata alla conclusione di contratti.¹²⁴ Ciò che distingue gli OTF da mercati regolamentati e MTF è invece, innanzitutto, la circostanza per cui presso i primi possano scambiarsi esclusivamente strumenti diversi dalle azioni e da titoli simili a queste ultime (certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, ecc.).

Una prima distinzione rispetto alle sedi tradizionali riguarda, pertanto, l’oggetto degli scambi che possono avvenire sugli OTF, dai quali sono esclusi gli strumenti *equity* e *equity-like*. Conseguentemente, ove un’impresa di investimento intenda operare un sistema volto a abbinare interessi multilaterali di acquisto e vendita su tali strumenti, dovrà ottenere l’autorizzazione a operare come MTF o mercato regolamentato. All’atto pratico, un’impresa che volesse gestire un *“crossing system”* su azioni dovrebbe, quindi, richiedere l’autorizzazione a gestire un MTF, poiché l’OTF non può avere ad oggetto *equity*.

Il secondo elemento di distinzione fra OTF e altre sedi di negoziazione è costituito dall’attributo della discrezionalità con la quale l’OTF incrocia

gli ordini dei clienti.¹²⁵ Diversamente da quanto accade con riferimento alle altre due sedi di negoziazione, nelle quali gli ordini devono essere eseguiti attraverso l’applicazione di regole predefinite, nel caso degli OTF è previsto che il gestore applichi la propria discrezionalità quando chiamato a decidere di:

- i. collocare o ritirare un ordine sull’OTF;
- ii. non abbinare lo specifico ordine di un cliente con gli altri ordini disponibili nei sistemi in un determinato momento, purché ciò avvenga nel rispetto delle specifiche istruzioni ricevute dal cliente nonché degli obblighi di BE.

Alla previsione di discrezionalità in capo al gestore dell’OTF fa da contraltare la previsione di tutele rafforzate nei confronti dei clienti, che si traduce, in particolare, nella integrale applicazione agli scambi eseguiti su tali piattaforme alla disciplina dettata in tema di BE.¹²⁶ Per il gestore di OTF tale obbligo opera, in particolare, sotto un duplice profilo.

In primo luogo, intuitivamente, il fatto che il gestore disponga di un proprio OTF su cui canalizzare eventualmente gli ordini dei clienti, non lo esime da una valutazione comparativa rispetto alle condizioni di esecuzione previste dalle altre sedi di negoziazione incluse nella propria *policy* di esecuzione degli ordini. Pertanto, ove l’esecuzione dell’ordine sul proprio OTF non garantisca il migliore risultato per il cliente, l’ordine dovrà essere canalizzato verso la diversa sede di esecuzione che garantisca condizioni migliori (eventualmente, anche un OTF concorrente).

In secondo luogo, ove il gestore scelga di canalizzare l’ordine presso il proprio OTF, dovrà garantire la migliore esecuzione all’interno dell’OTF stesso, eseguendo gli ordini alle migliori condizioni possibili in quel momento. Tale ultimo obbligo non si applica invece alle imprese che gestiscono sedi di negoziazione che operano in regime di neutralità rispetto agli scambi (quali MTF e mercati regolamentati) essendo esclusa la possibilità di esecuzione discrezionale degli

¹²³ Cfr. Art. 4 (1), n. 23, della Direttiva MIFID II.

¹²⁴ Ed anzi, l’art. 20 (4), Direttiva MIFID II, evidentemente al fine di evitare la commistione fra negoziazione su base multilaterale e bilaterale, impedisce al soggetto che gestisca un OTF di operare quale internalizzatore sistematico.

¹²⁵ Cfr. Art. 20 (6) della Direttiva MIFID II.

¹²⁶ Cfr. Art. 20 (8) della Direttiva MIFID II.

ordini dei partecipanti.¹²⁷

Attraverso il riferimento alla discrezionalità del gestore la Direttiva MIFID II è intesa a ricomprendere nell'ambito della disciplina delle sedi di negoziazione ipotesi che in ambito MIFID ne erano escluse. Si pensi, in particolare, ai c.d. *broker crossing systems*, che, quali modelli non neutrali di abbinamento degli ordini dei clienti,¹²⁸ non potevano qualificarsi come vere e proprie sedi di negoziazione. Con la Direttiva MIFID II viene pertanto a colmarsi un vuoto di disciplina. Ciò determinerà rilevanti conseguenze, fra l'altro, in termini di obblighi di trasparenza cui gli intermediari gestori di tali sistemi verranno a essere soggetti.

Occorre infine rilevare che ai soggetti gestori di OTF è fatto divieto di operare sull'OTF eseguendo gli ordini dei clienti impegnando posizioni proprie, salvo alcune limitate eccezioni che riguardano l'attività di *matched principal trading* e l'operatività più strettamente in conto proprio (in cui, cioè, il soggetto non si interpone ai clienti ma impegna posizioni effettivamente proprie) esclusivamente con riferimento alle operazioni in debito sovrano per il quale non esiste un mercato liquido.

Occorre inoltre segnalare che gli internalizzatori sistematici sono soggetti, quali sedi di negoziazione, a specifici obblighi di trasparenza *pre/post trade*, nonché all'obbligo di *disclosure* della qualità dell'esecuzione ai sensi della disciplina della BE (v. oltre).

2.2 La nuova disciplina dell'internalizzazione sistematica

Con riferimento agli internalizzatori sistematici

127) In particolare, ai sensi dell'art. 19 (4) della Direttiva MIFID II gli obblighi in tema di BE non si applicano "alle operazioni concluse in base alle norme che disciplinano un sistema multilaterale di negoziazione tra i membri del medesimo o i suoi partecipanti ovvero tra il sistema multilaterale di negoziazione e i suoi membri o i suoi partecipanti in relazione all'impiego del sistema multilaterale di negoziazione" mentre "i membri del sistema multilaterale di negoziazione o i suoi partecipanti rispettano [gli obblighi di BE] nei confronti dei loro clienti quando, agendo per conto di questi ultimi, eseguono i loro ordini tramite i sistemi di un sistema multilaterale di negoziazione".

128) Nell'*Impact assessment* della Direttiva MIFID II del 20 ottobre 2011, accanto ai *broker crossing systems* vengono citati anche: "swap execution facility type platforms, hybrid electronic/voice broking facilities and any other type of organised execution system operated by a firm that brings together third party buying and selling interests".

("IS"), già previsti e disciplinati nel regime previgente, la Direttiva MIFID II opera su tre aspetti principali:

- i. la ridefinizione del perimetro dell'attività, al fine di chiarire i presupposti applicativi della disciplina;
- ii. l'estensione delle classi di strumenti finanziari su cui gli IS possono operare, che comprendono, ora, anche strumenti diversi dalle azioni;
- iii. la previsione di un regime di trasparenza analogo, nei tratti fondamentali, a quello applicabile alle sedi di negoziazione (pur prevedendo che la stessa non sia più qualificata come tale).

Sotto il primo profilo, nel previgente regime la fattispecie era definita con il ricorso a una formulazione che lasciava residuare ampi margini di discrezionalità applicativa. Questo aveva dato luogo a diversità di impostazioni, anche rilevanti, fra i soggetti chiamati a fare applicazione della disciplina.

In particolare, l'internalizzazione sistematica era definita¹²⁹ attraverso il ricorso a elementi spiccatamente qualitativi (fra i quali, in particolare, quello per cui l'attività dovesse rivestire un "*ruolo commerciale importante*" per l'intermediario), che conseguentemente consentivano un approccio molto variegato da parte degli intermediari circa la possibilità di qualificare o meno la propria operatività specifica quale "internalizzazione sistematica".

La Direttiva MIFID II opera quindi sul piano definitorio, con l'obiettivo di chiarire quando sussistono, all'atto pratico, le condizioni che impongono a un'impresa di investimento di qualificare la propria operatività come "internalizzazione sistematica".

Il focus è quindi indirizzato su aspetti operanti sul piano più prettamente quantitativo, volti a precisare:

- i. il modo "frequente e sistematico" con cui l'IS deve operare, da misurarsi in base al numero di negoziazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate per proprio conto

129) Cfr. Art. 21 del Regolamento n. 1287/2006 CE.

- mediante esecuzione degli ordini dei clienti;
- ii. il “modo sostanziale” con cui l’IS deve operare, da misurarsi sia per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dall’impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni dell’impresa di investimento sullo strumento finanziario specifico, oppure per dimensioni delle negoziazioni OTC svolta dall’impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni nell’Unione sullo strumento finanziario specifico.¹³⁰

Tanto con riferimento al “modo frequente e sistematico” quanto al “modo sostanziale” di operatività degli IS sono previste soglie quantitative che devono essere superate affinché l’attività assuma rilevanza come internalizzazione sistematica.¹³¹ È inoltre previsto un regime di *opt-in*, in base al quale le imprese di investimento possono scegliere volontariamente di partecipare al regime previsto per gli IS, pur in assenza dei requisiti quantitativi richiesti dal Regolamento Delegato 2017/576.

Non muta invece la caratteristica essenziale della figura, consistente nella circostanza che l’IS opera necessariamente impiegando posizioni proprie a fronte degli ordini dei clienti.¹³² In tale prospettiva, la differenza con quelle che nel regime MIFID II sono definite “sedi di negoziazione” è chiara, posto che in nessuna di esse è ordinariamente ammessa l’esecuzione degli ordini dei clienti in conto proprio (salvo le limitate eccezioni sopra descritte in relazione agli OTF).

In tale prospettiva, il rapporto di internalizzazione sistematica si identifica come necessariamente bilaterale. L’attività di internalizzazione sistematica impone, pertanto, all’impresa di investimento l’utilizzo di risorse proprie ai fini dell’esecuzione degli ordini dei clienti, che risultano quindi in un impatto sul proprio conto economico. Da tale caratterizzazione sembrano di potersi ricavare specifiche limitazioni alla configurabilità di operatività interconnesse fra IS e

liquidity providers terzi. Non pare, al riguardo, di potersi ammettere che l’IS possa ricorrere all’utilizzo di fonti di liquidità esterne per coprire le posizioni dei clienti nell’ambito dell’internalizzazione (secondo un modello *riskless principal*): questo potrebbe risultare all’atto pratico in una qualificazione in senso multilaterale del servizio (in cui l’IS non esegue direttamente l’ordine del cliente a valere sul proprio patrimonio ma lo incrocia con ordini di segno opposto reperiti presso altre sedi), che potrebbe determinare, quantomeno se operata sistematicamente, la ri-caratterizzazione dell’attività come gestione di una sede di negoziazione.¹³³

Occorre inoltre segnalare che, nella prospettiva di garantire una maggiore trasparenza dei mercati, per quanto differenti nella sostanza dalle sedi di negoziazione, gli IS sono oggi soggetti a obblighi di trasparenza *pre/post trade* analoghi a quelli delle sedi di negoziazione, nonché all’obbligo di *disclosure* della qualità dell’esecuzione ai sensi della disciplina della BE (v. oltre).

3. La *best execution*

Con specifico riguardo alla BE, ossia l’insieme delle regole volte a garantire la migliore esecuzione degli ordini dei clienti, due erano le modifiche ipotizzate in sede di revisione della Direttiva MIFID. La prima consisteva nel rafforzare l’impianto esistente, richiedendo alle *trading venues* di pubblicare le informazioni sulla “qualità di esecuzione” e di ampliare il novero delle informazioni fornite dai negoziatori in merito alla BE. La seconda – alternativa rispetto alla prima – consisteva nel considerare il prezzo quale unico fattore rilevante per definire l’obbligo di eseguire al meglio gli ordini dei clienti. Questa opzione aveva quale scopo evidente la semplificazione della disciplina applicabile, riducendo ad uno solo i numerosi fattori indicati dalla Direttiva MIFID da considerare ai fini della definizione delle condizioni di esecuzione.

Sebbene quest’ultima soluzione presentasse

¹³⁰ Cfr. Art. 4 (1), n. 20, della Direttiva MIFID II.

¹³¹ Cfr. Artt. 12 ss. del Regolamento Delegato 2017/576.

¹³² L’internalizzazione sistematica non assurge nemmeno nel regime MIFID II quindi a servizio di investimento autonomo, ma costituisce una modalità tecnica attraverso la quale viene effettuato il servizio di negoziazione in conto proprio.

¹³³ Sul punto Cfr. ESMA, *Q&A on MIFID II and MiFIR market structures topics* (esma70-872942901-38).

l'innegabile vantaggio di rendere la disciplina sia più semplice nell'attuazione, sia più comprensibile per gli investitori, fu scartata. Ciò in quanto si è ritenuto, tra l'altro, che (i) avrebbe generato incertezza nei partecipanti al mercato per quanto riguarda l'impatto dei fattori diversi dal prezzo sull'esecuzione degli ordini; (ii) il focus sul solo prezzo non avrebbe necessariamente condotto ad un'esecuzione migliore rispetto al sistema multi-fattoriale della Direttiva MIFID, stante l'importanza degli altri fattori nella scelta della sede di esecuzione (es. costi connessi, probabilità di esecuzione).

Dunque, anche nel caso della BE la Direttiva MIFID II interviene innovando la previgente disciplina, senza tuttavia determinare un cambiamento dei tratti fondamentali dell'istituto.¹³⁴

Come in passato, l'obbligo di garantire la BE impone alle imprese che eseguono ordini dei clienti (anche quando si avvalgono di terzi per eseguire gli ordini) di operare affinché possa essere garantito a questi ultimi il migliore risultato possibile, tenendo in considerazione una pluralità di fattori, quali, in particolare, prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni e dell'ordine.

All'atto pratico, la regola di BE si traduce nella necessità di porre in essere non soltanto presidi organizzativi e procedurali, ma anche di controllo, volti a garantire il perseguimento del migliore interesse dei clienti.

Sotto il primo profilo è fatto obbligo alle imprese di investimento di dotarsi di una *execution policy* in forma scritta che delinei e illustri la strategia attraverso la quale l'impresa stessa intende ottenere il migliore risultato possibile quando esegue gli ordini dei clienti. Tale documento deve essere reso noto ai clienti. Sotto il secondo profilo, è necessario che le imprese di investimento si dotino degli opportuni controlli volti a verificare che la propria strategia di esecuzione sia idonea a garantire, nel continuo, l'ottenimento del migliore risultato per i clienti.

Dunque, la Direttiva MIFID II introduce alcune

novità che, innovando rispetto alla disciplina previgente, imporranno agli intermediari azioni di adeguamento volte ad adattare l'operatività al nuovo regime. Di particolare rilievo pare essere il rafforzamento delle misure di controllo operativo della qualità dell'esecuzione, sia lo sforzo di documentazione che le imprese saranno chiamate a compiere in relazione ai nuovi obblighi di disclosure imposti alle stesse in relazione alle sedi di esecuzione utilizzate.

Si illustrano di seguito le novità principali previste dalla nuova normativa.

3.1 Misure ragionevoli vs. misure sufficienti

Un primo cambiamento di rilievo nell'ambito della BE consiste in un rafforzamento complessivo degli obblighi gravanti sull'intermediario. In particolare, non è più richiesto che l'intermediario adotti misure "ragionevoli" al fine di garantire il migliore risultato possibile ai clienti, ma devono essere invece adottate misure "sufficienti" a tal fine.

Il descritto mutamento non significa, però, che l'intermediario debba garantire in ogni occasione in cui opera per conto dei clienti la migliore esecuzione possibile, con la conseguenza che, in caso contrario, si esporrebbe a responsabilità nei confronti del cliente.

Implica tuttavia, come chiarito dall'ESMA,¹³⁵ che l'intermediario debba porre una attenzione maggiore rispetto al passato sugli obblighi gravanti su di esso ai sensi della disciplina della BE, dovendo assicurare che la BE – così come definita nella propria *policy* (dal combinarsi dei diversi fattori e della loro relativa importanza) – possa effettivamente essere ottenuta in via continuativa.

All'atto pratico, ciò significa rafforzare le procedure e i sistemi IT di verifica che determinano la concreta capacità di individuare eventuali mancanze o errori nel complesso sistema che conduce all'esecuzione degli ordini. Dunque, gli intermediari sono chiamati a più pervasive verifiche della "qualità" dell'esecuzione. La "qualità"

¹³⁴ Con riferimento all'attuazione della Direttiva MIFID II a livello interno Cfr., in particolare, l'art. 45 del Regolamento Intermediari in bozza.

¹³⁵ Cfr. Q&A ESMA, quesito n. 1, p. 14.

dell'esecuzione, che include aspetti quali la rapidità e la probabilità di esecuzione (come il *fill rate*) e la disponibilità e l'incidenza del miglior prezzo, è un fattore determinante per poter assicurare l'esecuzione alle condizioni migliori. La verifica *ex-post* (il cui livello di accuratezza può essere incrementato grazie anche alla migliore qualità dei dati resi disponibili, su cui si veda *infra* nel testo) deve essere accompagnata dalla verifica dell'adeguatezza degli accordi contrattuali in essere.

È plausibile prevedere lo sviluppo di scambio di flussi di dati con le *venues* e/o i sistemi di informazione (c.d. *infoprovider*) per il controllo dei dati relativi ai fattori che configurano la BE.

Più in dettaglio, l'ESMA suggerisce che gli intermediari procedano a un controllo costante sulle procedure adottate al fine di garantire la BE, in modo da monitorare nel continuo il corretto funzionamento delle stesse. Questo comporta la previsione di controlli di linea e di secondo livello effettuati sia *ex-ante* (sulla corretta conformazione delle procedure) che *ex-post* (sulla corretta applicazione delle stesse). Possono essere al riguardo previsti sistemi di controllo a campione o di segnalazione delle anomalie. Devono poi essere previsti meccanismi di *escalation* al *management* dell'intermediario, in modo da garantire che ove i controlli abbiano rilevato criticità, le stesse possano essere risolte attraverso modifiche alla procedura.

Nella sostanza, il passaggio da misure "ragionevoli" a misure "sufficienti" pare potersi riassumere nella necessità per l'intermediario di rafforzare i presidi di misurazione e controllo della qualità (intesa come effettivo raggiungimento in modo continuativo) della BE definita nelle *policy*, e ciò al fine di potenziare la propria capacità di rilevare eventuali deficienze delle procedure, che dovrebbe consentire di assicurare il rispetto degli obblighi di BE nel continuo (anche se non garantendo necessariamente la BE in ogni singolo caso).

3.2 *Inducements* e canalizzazione degli ordini verso un'unica sede

L'art. 27 (2) della Direttiva MIFID II prevede che le imprese di investimento non percepiscono remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione, che violino le norme sui conflitti di interesse o sugli incentivi.

Si tratta di un principio già presente a livello di sistema,¹³⁶ che non vieta l'utilizzo di un'unica sede di esecuzione per determinate classi di strumenti finanziari, ma impone all'intermediario di essere in grado di dimostrare che tale canalizzazione non impedisce il rispetto degli obblighi di BE.

L'ESMA ha precisato che l'uso di una singola sede deve essere accompagnato da una costante analisi dei dati relativi agli altri operatori di mercato (che devono essere nel nuovo regime messi a disposizione del pubblico, secondo quanto meglio illustrato *infra*), in modo da verificare l'esistenza di sedi alternative da utilizzarsi. All'atto pratico, questo determina che la *policy* in materia di BE debba illustrare in dettaglio il modo in cui l'impresa, pur in presenza di un'unica sede di esecuzione, garantisca nel continuo l'assolvimento dell'obbligo di garantire le migliori condizioni per la clientela. È ragionevole ritenere che la *policy* includa quindi una comparazione fra le sedi alternative a quella prescelta ed espliciti una motivazione circa le ragioni della scelta effettuata dall'intermediario. Il che, a sua volta, determina la necessità di avere a disposizione un *software* in grado di confrontare le condizioni praticate dal *broker* unico con quelle ottenibile (a parità di importanza dei fattori) da altre sedi. È difficile allo stato valutare se, e in che misura, si possano tenere in considerazione anche fattori diversi da quelli espressamente indicati nel Regolamento Delegato 2017/576 e rientranti nella previsione di chiusura: "qualsiasi altra considerazione pertinente" ai fini dell'esecuzione. Questo aspetto può assumere rilevanza, ad

¹³⁶ Cfr. CESR, *Q&A - Best Execution under MIFID* (CESR07-320).

esempio, nell'ambito dei gruppi, ove è frequente la centralizzazione dell'esecuzione degli ordini su un singolo ente.

3.3 *Disclosure* della strategia di esecuzione

La Direttiva MIFID II prevede un rafforzamento degli obblighi di *disclosure* della strategia di esecuzione nei confronti dei clienti. Rispetto al passato, in particolare, è previsto che le informazioni fornite siano chiare, dettagliate e debbano spiegare in modo agevolmente comprensibile la strategia di esecuzione.

È quindi richiesto agli intermediari un aggiornamento dell'informativa da fornire ai clienti sulla strategia di esecuzione, volto a modificarne, eventualmente, il linguaggio per renderlo confacente alle nuove previsioni.

È inoltre necessario integrarne il contenuto. L'informativa, ai sensi del Regolamento Delegato 2017/576, deve infatti comprendere, oltre a quanto già previsto nel previgente regime, anche le seguenti informazioni:

- i. l'elenco dei fattori utilizzati per selezionare una sede di esecuzione, inclusi fattori qualitativi;
- ii. in che modo i fattori di esecuzione rappresentati da prezzo, costi, rapidità, probabilità di esecuzione e altri fattori pertinenti sono presi in esame come parte delle misure sufficienti per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente;
- iii. laddove applicabile, informazioni sul fatto che l'impresa esegue l'ordine al di fuori di una sede di negoziazione;
- iv. una sintesi del processo di selezione delle sedi di esecuzione, delle strategie di esecuzione impiegate, delle procedure e dei processi utilizzati per analizzare la qualità dell'esecuzione ottenuta e il modo in cui l'impresa monitora e verifica che siano stati ottenuti i risultati migliori possibili per il clienti.

3.4 Pubblicazione delle sedi di esecuzione

È previsto che le imprese effettuino una sintesi e pubblicino, con frequenza annuale e per

ciascuna classe di strumenti finanziari (azioni, strumenti di debito, derivati, prodotti strutturati, prodotti indicizzati quotati ecc.), le prime cinque sedi di esecuzione per volume di contrattazioni in cui hanno eseguito ordini di clienti nell'anno precedente unitamente a informazioni sulla qualità di esecuzione ottenuta.

All'atto pratico, ciò determina l'obbligo di pubblicare (e mantenere pubblici per almeno due anni), fra gli altri, i dati identificativi della sede di esecuzione, i dati relativi ai volumi e al numero degli ordini dei clienti eseguiti presso la stessa, nonché quelli inerenti la percentuale di ordini "passivi", "aggressivi" e "orientati".

I dati vanno presentati nel formato di cui al Regolamento Delegato 2017/576.

Le imprese devono inoltre pubblicare, per ciascuna classe di strumenti finanziari, una sintesi delle conclusioni tratte dal monitoraggio della qualità dell'esecuzione ottenuta nelle sedi di esecuzione utilizzate nell'anno di riferimento. Tale analisi include elementi quali, fra gli altri, l'importanza attribuita ai fattori relativi ai costi, prezzo, rapidità e probabilità di esecuzione; eventuali conflitti di interessi; accordi economici intercorsi con la sede di esecuzione; ecc.

3.5 Pubblicazione dei dati relativi alla qualità dell'esecuzione

Ciascuna sede di esecuzione (per tale intendendosi un mercato regolamentato, un MTF, un OTF, un internalizzatore sistematico, un *market maker* o altro fornitore di liquidità o un'entità che svolge in un paese terzo una funzione simile a quelle svolte da una qualsiasi delle entità predette) deve mettere a disposizione del pubblico su base trimestrale, senza oneri, per un periodo di almeno due anni i dati relativi alla qualità dell'esecuzione delle operazioni in tale sede. Tale obbligo si applica, con riferimento agli strumenti soggetti ad obbligo di negoziazione ai sensi del Regolamento MIFIR, alle sedi di negoziazione e agli internalizzatori sistematici.

Le relazioni periodiche comprendono i dati sul prezzo, i costi, la velocità e la probabilità dell'esecuzione e devono essere predisposte utiliz-

zando i modelli di cui al Regolamento Delegato 2017/575.

Di particolare rilievo, al riguardo, appare la esatta individuazione della figura dell’*“altro fornitore di liquidità”*, che, come visto, figura fra i soggetti obbligati alla pubblicazione dei dati in parola. Il *Considerando 7* del Regolamento Delegato 2017/575 include fra tali soggetti *“le imprese che si dicono pronte a negoziare per conto proprio e che forniscono liquidità nell’ambito della loro normale attività, indipendentemente dall’esistenza di accordi formali o di un loro impegno a fornire liquidità su base continuativa”*. Il *Considerando*, attraverso il riferimento alla circostanza che le imprese debbano dirsi *“pronte a negoziare per conto proprio”* sembrerebbe introdurre un elemento di discriminazione idoneo a delimitare il perimetro della figura in esame, escludendo che alla stessa possa essere ricondotta ogni e qualunque attività di negoziazione in conto proprio. Non è però agevole stabilire a priori in quali situazioni ricorrano le condizioni di applicabilità degli obblighi di cui al Regolamento 2017/575 alle attività di negoziazione in conto proprio. In particolare, non appare chiaro se sia al riguardo necessaria una esplicita dichiarazione dell’intermediario circa le proprie intenzioni di negoziazione o se invece sia sufficiente il diffondersi di una percezione del mercato in tal senso.

3.6 Operazioni OTC

Nel nuovo regime è prevista una specifica disciplina degli obblighi di BE in relazione ai prodotti OTC. Al riguardo è previsto che quando un intermediario esegue ordini su, o decide di negoziare, prodotti OTC che includono prodotti personalizzati (ossia che comportano una relazione contrattuale particolare adattata alle caratteristiche del cliente e dell’impresa di investimento), questo debba verificare l’equità del prezzo proposto al cliente. Tuttavia, le condizioni di un prodotto OTC personalizzato possono non essere comparabili, ai fini dell’esecuzione alle condizioni migliori, con le operazioni su sedi di esecuzione centralizzate. Dal momento che gli obblighi di esecuzione alle condizioni migliori si applicano

a tutti gli strumenti finanziari, le imprese di investimento dovranno raccogliere i dati di mercato impiegati nella stima del prezzo del prodotto e, laddove possibile, confrontarlo con prodotti simili o comparabili.

La previsione di uno specifico obbligo in relazione ai prodotti personalizzati scambiati OTC determinerà la necessità di disciplinare tale verifica nelle *policies* dell’intermediario, di disporre di un *software* idoneo integrato con il sistema di negoziazione, nonché di prevedere specifici presidi di controllo sul rispetto delle *policies* stesse. Inoltre, quale componente dei requisiti di BE, sarà necessario che le verifiche sul *pricing* dei prodotti OTC vengano sottoposte a revisione periodica, al fine di garantire il rispetto degli obblighi di monitoraggio continuo della BE,¹³⁷ con conseguente necessità di documentare compiutamente il relativo processo al fine di garantire la possibilità di una verifica *ex-post*.¹³⁸

3.7 Esclusioni – Norme specifiche per clientela al dettaglio

Come nel previgente regime, non sono previste esenzioni soggettive, in quanto gli obblighi di BE sono applicabili tanto ai clienti professionali, quanto ai clienti al dettaglio. Permangono, naturalmente anche nel nuovo regime le differenze di gradazione degli obblighi nei confronti dei diversi tipi di clientela, e in particolare il principio che la BE nei confronti dei clienti *retail* vada valutata in termini di *total consideration*.

Inoltre nel caso di clienti al dettaglio, nell’ottica del complessivo rafforzamento della trasparenza dei costi in ambito MIFID II, è previsto che l’intermediario debba fornire, in sede di esecuzione dell’ordine, un riepilogo dei costi a cui i clienti sono soggetti. Il riepilogo fornisce inoltre un collegamento ai più recenti dati sulla qualità dell’esecuzione pubblicati per ogni sede di esecuzione elencata dall’impresa di investimento nella strategia di esecuzione.

Permane inoltre il principio per cui, ove esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l’impresa

¹³⁷) Cfr. Art. 20 (7) della Direttiva MIFID II.

¹³⁸) Cfr. Q&A ESMA, quesito n. 2, p. 15.

di investimento è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni, e ove si attenga alle stesse, è ritenuta avere soddisfatto gli obblighi di BE. Inoltre, similmente a quanto accadeva nel previgente regime, la necessità di rispettare gli obblighi di BE è esclusa nel caso di rapporti di esecuzioni di ordini negoziazione per conto proprio e ricezione e trasmissione di ordini intrattenuti dagli intermediari con controparti qualificate.¹³⁹

3.8 La trasparenza degli scambi OTC

È opportuno evidenziare, infine, che le previsioni in materia di BE sono destinate a determinare rilevanti effetti anche sul mercato delle obbligazioni, che sono spesso trattate al di fuori dei mercati ufficiali. Per tali strumenti, infatti, gli intermediari devono tenere in considerazione non soltanto i canali tradizionali (quali, fra gli altri, le richieste di quotazione e gli *screen rates*), ma anche dei dati di *pre-trade transparency* la cui pubblicazione è richiesta dalla nuova disciplina. Questi ultimi devono quindi essere integrati nelle valutazioni effettuate dagli intermediari esecutori prima di procedere all'esecuzione degli ordini. A ciò si aggiungono anche (i) i dati di *post-trade* e (ii) i dati sui *mark-up* o *spread* di negoziazione, richiesti dalla (connessa) disciplina sulla trasparenza dei costi (applicabile anche in relazione agli ordini di clienti professionali). In conclusione, il mercato obbligazionario sarà plausibilmente più trasparente, il che potrebbe portare ad una contrazione dei margini di negoziazione.

¹³⁹ Cfr. Art. 30 (1) della Direttiva MIFID II.