

Onorevole

CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini 3
00198 ROMA

Milano, 16 agosto 2017

Inviata tramite SIPE

Oggetto: Risposta AIPB, Associazione Italiana Private Banking, al documento di consultazione “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).”

1. Premessa

AIPB¹ apprezza l’opportunità di poter offrire il proprio contributo nel procedimento di attuazione della Direttiva 2014/65/UE (di seguito MIFID II) e nella sostanziale revisione della disciplina del mercato finanziario.

Poiché vengono introdotte significative novità in materia di tutela degli investitori, si attribuisce molta importanza alla decisione di codesta Autorità di avviare la consultazione senza aver atteso la promulgazione delle modifiche al Decreto Legislativo 24/02/1998, n.58 (di seguito Testo Unico), onde poter rispettare i termini fissati dalla MIFID II.

Inoltre, la scrivente Associazione apprezza la soluzione regolamentare proposta da codesta Autorità, che ha scelto, in linea generale, di non avvalersi della facoltà di modificare pur concessa dal legislatore comunitario. Per l’industria del Private Banking è fondamentale poter

¹ AIPB è nata nel 2004 per rappresentare gli interessi delle Banche e delle Imprese di Investimento che prestano il servizio di Private Banking in Italia. Il settore gestisce masse pari ad oltre 763 miliardi di Euro, la dimensione media dei portafogli dei private banker è pari a 84 milioni di Euro ed i nuclei familiari seguiti dal singolo banker non superano mediamente le 71 unità (fonte AIPB “Analisi del mercato servito dal Private Banking in Italia”, dati al 31/12/2016).

contare su un “*single rule book*”, poiché si rivolge a clientela che spesso opera o ha interessi in più Paesi. Il rispetto del principio di massima armonizzazione rappresenta un indiscutibile valore, mentre le declinazioni nazionali determinano complessità ed incertezze che potrebbero pregiudicare gli interessi della clientela e la competitività tra soggetti abilitati.

Le osservazioni di AIPB, di seguito descritte, sono principalmente volte a:

- tutelare le propensioni d’investimento che caratterizzano il segmento di clientela del Private Banking, le cui caratteristiche e specifiche esigenze sono state finora considerate dal Legislatore e dal Regolatore in modo marginale ed implicitamente, nell’ambito della più ampia protezione della clientela retail;
- riconoscere le tutele all’investitore assicurate dal modello di servizio che connota il Private Banking in Italia. Il valore aggiunto del modello di servizio è tale che, nei casi in cui i distributori forniscano servizi di consulenza con approccio di portafoglio o servizi di gestione di portafoglio, essi hanno il potere di impiegare strumenti finanziari a fine di diversificazione o bilanciamento dei rischi, anche al di fuori del target market dei produttori, sempre che ciò sia nell’interesse del cliente sulla base della sua relazione finanziaria complessiva;
- suggerire l’introduzione di una fase transitoria per la graduale entrata in vigore delle nuove disposizioni, volta a consentire agli operatori un’attenta e ponderata valutazione delle nuove procedure da porre in essere in relazione alle modifiche dei contratti ed agli adeguamenti dei sistemi informativi.

2. Osservazione metodologica

Come osservato nel precedente paragrafo, la tecnica normativa utilizzata a livello europeo si è caratterizzata per l’impiego:

- della Direttiva di primo livello (2014/65/UE c.d. MiFID II)
- della Direttiva Delegata 2017/593
- dei Regolamenti Comunitari Delegati che, come tali, sono direttamente esecutivi in ciascun Stato membro e non hanno bisogno di per sé di essere recepiti attraverso un atto normativo interno.

Per lo stesso motivo codesta Autorità nella bozza di Regolamento ha opportunamente richiamato gli articoli del Regolamento Delegato 2017/565 senza riproporne il contenuto.

Proprio questo meccanismo di produzione normativa rende ancor più evidente l'esigenza di superare le anomalie presenti nella traduzione in italiano del Regolamento Delegato che rendono poco comprensibile il testo e costringono l'interprete ad utilizzarne la versione inglese. Non v'è dubbio che ciò nuoce alla chiarezza ed alla comprensibilità della regolamentazione applicabile nel nostro Paese.

La scrivente Associazione invita codesta Autorità a farsi parte attiva nel processo di sensibilizzazione delle Autorità competenti affinché si intervenga al più presto e comunque in tempo utile per procedere ad una rivisitazione del testo italiano del Regolamento Delegato ed apportare tutte le modifiche e correzioni opportune per una piena comprensibilità delle norme.

3. Osservazioni specifiche

Art. 27 (Requisiti generali delle informazioni)

Il servizio di Private Banking è caratterizzato da una consulenza evoluta cui l'ESMA ha dedicato un apposito capitolo nel documento Final Report, Guidelines on MiFID II product governance requirements, intitolato "Portfolio management, portfolio approach, hedging and diversification" (par. 52 e ss.).

Peraltro, alcuni riferimenti alla consulenza evoluta sono presenti anche in altri atti regolamentari, quale la comunicazione CONSOB n. 97996 del 22/12/2014, nella quale si è consentita una deroga alla raccomandazione di non distribuire prodotti complessi ai clienti *retail*, solo all'esito di un dettagliato processo che comprende, oltre ad un percorso decisionale e ad una vera e propria strategia distributiva, l'abbinamento sistematico con una consulenza ad alto valore aggiunto. Questa si caratterizza attraverso il monitoraggio periodico del portafoglio, il riesame dell'adeguatezza, la motivazione dei consigli d'investimento e l'interazione con il cliente per la discussione delle analisi effettuate dall'intermediario.

In proposito, l'art. 27, comma 2, precisa che gli intermediari forniscono tempestivamente ai clienti informazioni affinché possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati. Inoltre, alla lett. *b*) si precisa che, "tenuto conto del mercato di riferimento di cui all'articolo 21, comma 2-bis del Testo Unico", nell'informativa precontrattuale gli intermediari (distributori) chiariscono "se gli strumenti finanziari sono destinati a clienti al dettaglio o professionali".

La lettera della norma sembra dunque prevedere che nell'informativa precontrattuale debba essere spiegato al cliente che il servizio potrebbe avere ad oggetto degli strumenti finanziari

concepiti dal produttore per un target market diverso da quello del cliente, con le ragioni della scelta.

La scrivente Associazione invita codesta Autorità ad aggiungere nell'art. 27, comma 2, lett. *b*) che gli intermediari chiariscono nell'informativa precontrattuale che, per operare in una logica di portafoglio, possono essere consigliati anche strumenti finanziari destinati dai produttori ad un target market differente.

Art. 37 (Contratti)

L'art 37, comma 2, lett. *e*) non è adeguatamente coordinato con l'art. 62 del Regolamento Delegato 2017/565.

La norma proposta prevede che il contratto con i clienti al dettaglio *“indica, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente”*.

In realtà, l'art. 62 del Regolamento Delegato 2017/565 fissa al 10% (e multipli) la soglia che impone agli intermediari la comunicazione al cliente delle perdite sia sul portafoglio (comma 1) che nel caso di posizioni in strumenti finanziari caratterizzati dall'effetto leva o in operazioni con passività potenziali.

Ciò significa che un'eventuale fissazione contrattuale della soglia delle perdite avrebbe senso soltanto ove fosse inferiore al 10%, poiché al di sopra vi è un obbligo normativo. Tuttavia, nella gestione di portafogli è decisamente improbabile che un intermediario assuma un'obbligazione di comunicazione di tal tipo.

Peraltro, la bozza di norma introdotta nel Regolamento Intermediari fa erroneamente riferimento al valore dei singoli strumenti finanziari in discussione, laddove invece l'art. 62 del Regolamento Delegato 2017/565 fa chiaramente riferimento all'intero portafoglio (*“... il valore complessivo dell'intero portafoglio, valutato all'inizio di qualsiasi periodo oggetto della comunicazione, subisce un deprezzamento del 10% ...”*).

In proposito, un ulteriore tema da considerare è proprio quello della base di calcolo della perdita stessa, come appena riportata dall'art. 62 del Regolamento UE delegato 2017/565. L'ESMA ha aggiunto ulteriori indicazioni, precisando che il patrimonio di inizio periodo, preso a riferimento per il calcolo della perdita rilevante, debba essere valutato tenendo conto dei

conferimenti e prelievi del periodo (Questions and Answers On MiFID II and MiFIR investor protection topics del 6/6/2017 relative al “Post-sale reporting”).

La scrivente Associazione invita codesta Autorità a rivedere la formulazione dell’art. 37, comma 2, lettera e) per adeguarlo a quanto previsto dall’ art. 62 del regolamento Delegato 2017/565, facendo riferimento al valore complessivo del portafoglio, precisando che il patrimonio di inizio periodo, preso a riferimento per il calcolo della perdita rilevante, debba essere valutato tenendo conto dei conferimenti e dei prelievi del periodo e confermando la possibilità di calcolare le perdite rilevanti attraverso il metodo “ *money weighted*” in coerenza con quanto precisato in proposito dall’ESMA: “*Firms should avoid any behavior that might incentivise clients to add investments/cash that is invested for the purpose of avoiding the reporting on a portfolio depreciation*” (Q&A n. 4).

Art. 40-bis (Dichiarazione di adeguatezza nei servizi di consulenza in materia di investimenti)

La formulazione dell’art. 40-bis prevede come nuovo adempimento la consegna da parte dell’intermediario al cliente di una dichiarazione di adeguatezza del servizio di consulenza.

In proposito il testo proposto contiene una formulazione diversa da quella della Direttiva, che potrebbe condurre ad un diverso risultato o ingenerare equivoci.

Nel testo proposto, la dichiarazione contiene “*la descrizione del consiglio fornito e l’indicazione dei motivi secondo cui la raccomandazione corrisponde alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente*”.

Invece, l’art. 25.6 commi 2 e 3 della Direttiva 2014/65/UE prevede che la dichiarazione “*specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio*”.

La diversa formulazione proposta aggiunge una sfumatura che appare piuttosto restrittiva: invece che ad una consulenza si fa riferimento ad uno specifico consiglio, laddove una consulenza potrebbe includere diversi consigli. Inoltre, l’indicazione del “*perché corrisponda*” sembra più generica dei “*motivi secondo cui*”, e più adatta a ricomprendere indicazioni appartenenti alla dimensione della strategia, piuttosto che della azione o della reazione.

In proposito, dunque, appare necessario tornare alla formulazione letterale della Direttiva.

Inoltre, nonostante le deroghe ammesse per l’approccio di portafoglio siano ormai evidenti e circostanziate, non sembra fuori luogo precisare che la valutazione di adeguatezza possa essere valutata in riferimento all’intero portafoglio e non ai singoli strumenti finanziari in esso contenuti, come chiarito dall’ESMA al Par. 53 del Final Report, Guidelines on MiFID II product governance requirements (“*The identification of a target market by the distributor is without*

prejudice to the assessment of suitability. This means that, in certain cases, permissible deviations between the target market identification and the individual eligibility of the client may occur if the recommendation or sale of the product fulfils the suitability requirements conducted with a portfolio view as well as all other applicable legal requirements (including those relating to disclosure, identification and management of conflicts of interest, remuneration and inducements”).

L’opportunità del chiarimento deriva anche dalla concomitanza di:

- nuovi processi da allestire (la consegna della dichiarazione di adeguatezza prevista dall’art. 40-bis);
- coordinamento con le nuove norme sulle informative precontrattuali relative ai singoli strumenti finanziari;
- necessità di rivedere il questionario di valutazione dell’adeguatezza, anche alla luce di quanto emergerà all’esito della consultazione dell’ESMA del 13/7/2017 (Consultation Paper, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements).

La scrivente Associazione invita codesta Autorità a rivedere la formulazione dell’art. 40-bis per adeguarlo a quanto previsto dall’ art. 25.6 commi 2 e 3 della Direttiva delegata 2014/65/UE, prevedendo la consegna di una dichiarazione che specifichi la consulenza prestata ed indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle caratteristiche del cliente.

Risulterebbe inoltre utile un chiarimento regolamentare, intervenendo con un apposito comma nell’art. 40-bis o un’aggiunta all’art. 39.1, che specifichi che la valutazione di adeguatezza possa essere effettuata in riferimento all’intero portafoglio e non ai singoli strumenti in esso contenuti.

Art. 53 (Rendiconti ai clienti)

Il comma 1-bis dell’art. 53 rispetta fedelmente il principio posto dall’art. 25.6, ultimo periodo, della Direttiva MiFID II, riproducendone anche la terminologia: *“Gli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafogli o che hanno informato che effettueranno la valutazione periodica dell’adeguatezza degli strumenti finanziari forniscono ai clienti al dettaglio rendiconti periodici contenenti una dichiarazione aggiornata che indichi i motivi secondo cui l’investimento corrisponde alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente”;*

Tuttavia, in sede di attuazione, la stessa Commissione ha assunto una posizione diversa, precisando il contenuto della norma sul rendiconto. Il Regolamento Delegato 2017/565, all’art. 54.12, comma 3, ha precisato che la valutazione periodica di adeguatezza può indicare solo eventuali modifiche intervenute: *“Quando un’impresa di investimento presta un servizio che*

comporta valutazioni e relazioni periodiche sull'idoneità, le relazioni successive alla definizione iniziale del servizio possono interessare solo le modifiche intervenute nei servizi o strumenti in questione e/o nelle circostanze del cliente e non necessariamente devono ripetere tutti i dettagli della prima relazione”.

La scrivente Associazione invita codesta Autorità a rivedere la formulazione dell'art. 53 comma 1-bis in aderenza alla richiamata previsione del Regolamento delegato 2017/565.

Art. 59-quater (Principi generali)

La nuova norma sul riesame e sullo scambio delle informazioni dai distributori ai produttori prevede, che i distributori forniscano ai produttori “informazioni sulle vendite degli strumenti finanziari e, se del caso, informazioni sul riesame di cui all'art. 59-quater.4”.

Molte informazioni sulle vendite hanno una significativa valenza concorrenziale. Sul punto, pur nel rispetto dello spirito della norma comunitaria, si richiede conferma che l'interpretazione corretta dell'articolo non faccia riferimento ad informazioni commerciali sensibili dei distributori bensì a dati aggregati e anonimizzati concernenti le vendite del prodotto, le eventuali vendite fuori target ed i reclami ricevuti.

A questo proposito, si ricorda che l'ESMA ha precisato che nella consulenza di portafoglio il flusso informativo obbligatorio tra distributore e produttore è limitato alle vendite effettuate nel c.d. “target market negativo” (ESMA, Final Report, Guidelines on MiFID II product governance requirements, par. 55), ove la vendita di prodotti finanziari sia giustificata da diversificazione o *hedging*; mentre se la vendita di prodotti avviene per le stesse ragioni al di fuori del c.d. “target market positivo”, il distributore non è tenuto ad informare il produttore (ESMA, Final Report, Guidelines on MiFID II product governance requirements, par. 54).

La scrivente Associazione invita codesta Autorità a precisare che il flusso informativo dal distributore al produttore contemplato all' art. 59-quater.4 non deve includere informazioni commerciali sensibili dei distributori, bensì dati aggregati ed anonimizzati concernenti gli strumenti finanziari offerti o raccomandati e i reclami ritenuti rilevanti.

Art. 59-quater.1 (Mercato di riferimento effettivo)

Si ritiene che, l'individuazione ex ante del mercato di riferimento, ove non adeguatamente temperato, rischierebbe di minare l'elemento della personalizzazione tipico del servizio di consulenza di portafoglio.

In linea con quanto previsto dalle Linee Guida Esma (Guidelines on MiFID II product governance requirements, par. 52-55) si propone quindi di prevedere espressamente, ai soli fini di diversificazione e di copertura, la possibilità di scostamento tra il mercato di riferimento identificato per lo strumento e l'idoneità dello stesso per il cliente. In tal modo risulterebbe possibile raccomandare prodotti non ricompresi nel mercato di riferimento ma che, sulla base della valutazione di adeguatezza, risultino comunque adeguati per il portafoglio.

La scrivente Associazione invita codesta Autorità ad integrare l'art. 59-quater.1 con la seguente precisazione *“Gli intermediari distributori adottano adeguate misure e procedure per assicurare che gli strumenti, e in ragione dei servizi che intendono offrire o raccomandare, siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento e che la strategia di distribuzione prevista sia coerente con tale mercato”*.

Art. 59-sexies (Requisiti necessari per fornire informazioni) e Art. 59-septies (Requisiti necessari per prestare consulenza)

La scrivente Associazione invita codesta Autorità ad equiparare il master *post-lauream* in discipline economiche, giuridiche o finanziarie alle certificazioni internazionali rilasciate da enti riconosciuti (ad es. CFA o CIAA).

4. Considerazioni a latere

AIPB ritiene che gli adempimenti previsti dalla Product Governance e dalla disciplina delle competenze e conoscenze richieste al personale, alla luce del principio di proporzionalità e in considerazione delle caratteristiche specifiche dell'attività svolta, consentano una maggiore gradazione degli obblighi informativi e comportamentali rispetto al passato.

Il Private Banking presenta delle caratteristiche che richiedono di essere trattate con un approccio appropriato e proporzionato, come previsto peraltro nella c.d. Direttiva Delegata MIFID II sulla Product Governance (Direttiva Delegata 2017/593 della Commissione del 7/4/2016, pubblicata in G.U.U.E. il 31/3/2017, artt. 9.1 e 10.1).

Dette caratteristiche sono state rappresentate da AIPB ed altri operatori nel corso delle recenti consultazioni pubbliche; esse sono state prese in adeguata considerazione dall'ESMA nella definizione della normativa di attuazione della Direttiva MIFID II “Final Report, Guidelines on MiFID II product governance requirements”, pubblicata il 6/6/2017.

In particolare, relativamente alla definizione del **target market** l'ESMA, nelle draft guidelines sulla Product Governance poste in consultazione, aveva ipotizzato di individuare il target market mediante una definizione più analitica rispetto alle tre tipologie MIFID (clienti retail, professionali e controparti qualificate), introducendo gli esempi di "private wealth clients" o "sophisticated clients". Ciò avrebbe consentito la costruzione di una specifica categoria omogenea di clientela del Private Banking, con caratteristiche ed esigenze ben definite.

Tuttavia, nella versione finale delle Linee Guida sui Requisiti di Product Governance è stato rilevato che le tre tipologie MIFID rappresentano ormai uno standard di mercato e che l'introduzione di altri cluster, meno consolidati, avrebbe potuto creare problemi di coordinamento tra produttori e distributori.

Conseguentemente, l'ESMA ha preferito non allargare i criteri di definizione della tipologia del cliente contenuti nelle categorie del target market, rimanendo ancorata alla tripartizione della norma primaria. Tuttavia, riconoscendo l'importanza di una maggiore articolazione nelle tipologie di clientela, l'ESMA ha suggerito di utilizzare a questo fine gli altri profili del target market.

Quindi il target market del Private Banking può essere descritto da una appropriata combinazione degli altri quattro criteri di definizione, ossia conoscenza ed esperienza; situazione finanziaria e capacità di sopportare le perdite; profilo di rischio; obiettivi e bisogni della clientela (Guidelines on MiFID II product governance requirements, par.18).

Per quanto riguarda il **modello di servizio**, il Private Banking consente di realizzare un particolare valore aggiunto per il cliente, ove la valutazione dell'investimento tenga conto della complessiva composizione e distribuzione del suo patrimonio. Tale valutazione non può valere semplicemente a giustificare delle isolate eccezioni alle regole di Product Governance, ma deve rientrare tra gli elementi caratteristici del modello di servizio su cui si basa la definizione del target market cui possono essere destinati determinati prodotti.

La principale conseguenza del riconoscimento delle caratteristiche e delle esigenze del Private Banking è, e deve essere, la possibilità di selezionare i prodotti da offrire alla clientela senza dover giustificare isolate eccezioni alle regole di Product Governance, ma ammettendo in modo strutturato delle significative differenze rispetto alla strategia distributiva che si adotterebbe per un ordinario cliente retail.

Questo riconoscimento permette di continuare a soddisfare le richieste espresse da un particolare segmento di clientela e, al tempo stesso, di agevolare i finanziamenti a lungo termine o di capitale di rischio all'economia. Il cliente Private, infatti, possiede dimensioni significative di portafoglio e quindi non ha esigenze immediate di liquidabilità dell'intero patrimonio e non necessita di tempi rapidi di smobilizzo. Queste caratteristiche gli consentono

di poter investire una parte significativa del portafoglio in un'ottica di medio e lungo periodo e ne fanno un investitore ideale per imprese che necessitano di risorse per il loro sviluppo.

AIPB è comunque consapevole della particolarità delle esigenze manifestate dalla propria clientela o riconducibili al proprio modello di servizio.

Le caratteristiche degli intermediari rappresentati da AIPB sono tali da non poter influenzare in modo orizzontale l'intero assetto regolamentare nazionale, bensì da rendere opportuna la definizione di processi e regole per gli operatori nella specifica verticale del Private Banking.

All'esito delle modifiche regolamentari in esame, il complesso normativo e regolamentare può considerarsi tale da consentire l'innesto di una disciplina di settore che potrà essere utilmente sviluppata nell'ambito delle Linee Guida Associate.

Lo strumento è costantemente suggerito e valorizzato quale *best practice* dai Regolatori ed entra nel diritto vivente sul quale si basa, oggi, il giudizio dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie.

La scrivente Associazione informa codesta Autorità di aver iniziato una profonda analisi dei processi aziendali contestualizzata nel nuovo scenario introdotto dalla MIFID II e di avere l'intenzione di proporre le proprie Linee Guida agli Associati, subito dopo il consolidamento della disciplina di terzo livello, per valorizzare il modello di servizio dell'industria del Private Banking, per distinguere le caratteristiche e le esigenze del segmento di clientela servito e per consolidare le migliori condizioni affinché non venga pregiudicato il livello qualitativo necessario per servire al meglio gli interessi della clientela.