

CONVEGNO ASCOSIM

L'applicazione della Direttiva Mifid 2 in
Italia: il punto di vista delle Autorità di
Vigilanza

Flavio Bongiovanni

CONSOB

*Responsabile Ufficio Intermediari-Rete, Promotori e
Consulenti Finanziari*

INDICE

Premessa

**1 – MIFID 2: gli obiettivi della riforma della disciplina della consulenza in
materia di investimenti**

**2 – Le fattispecie di consulenza e l'importanza nella prestazione dei servizi
di investimento**

3 – La Consulenza e gli incentivi

4 – Le questioni ancora aperte

PREMESSA

Le ragioni della revisione della direttiva MIFID

Adempiere alle clausole di revisione inserite nella direttiva all'atto dell'approvazione

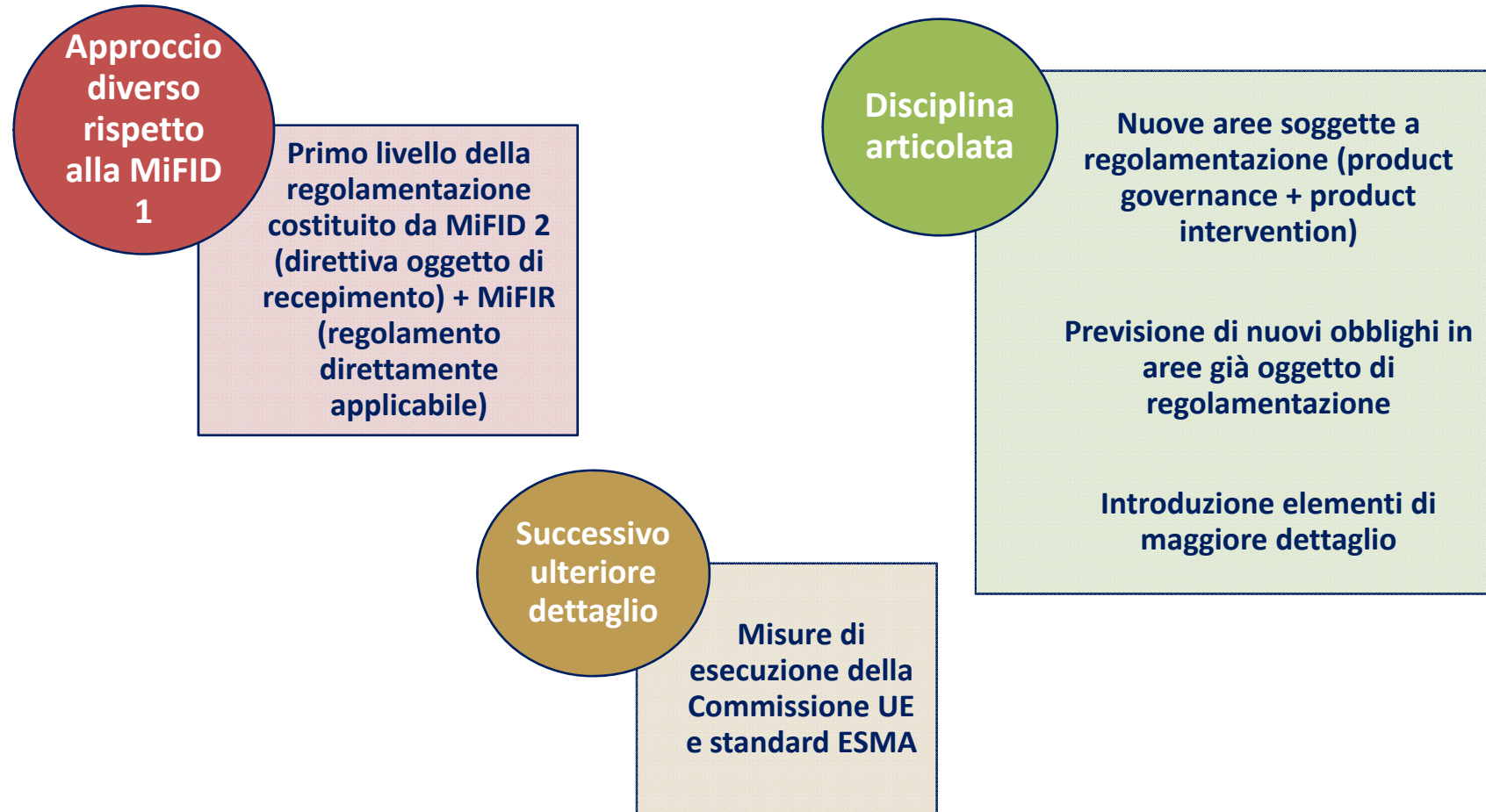
Risolvere le debolezze evidenziate dalla crisi finanziaria *“La crisi finanziaria ha fatto emergere carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati finanziari.”* (Cons. 4)

Adeguare la disciplina alla mutata situazione dei mercati *“L'evoluzione dei mercati finanziari ha evidenziato la necessità di rafforzare il quadro per la regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari al fine di aumentare la trasparenza, tutelare meglio gli investitori, rafforzare la fiducia, includere i settori non regolamentati e assicurare che le autorità di vigilanza dispongano di poteri adeguati per svolgere i loro compiti”*(Cons.4)

Assicurare maggiore uniformità a livello europeo *“Il gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'UE ha invitato l'Unione a elaborare un insieme più armonizzato di norme finanziarie”* (Cons. 6)

PREMESSA

Struttura della normativa



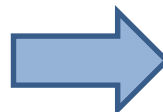
1- MIFID 2: gli obiettivi della riforma della disciplina della consulenza in materia di investimenti

La direttiva MIFID 2, sebbene in linea di continuità con quanto previsto dalla direttiva MIFID, introduce importanti modifiche nel mercato finanziario europeo, amplificando di fatto il campo di azione degli obiettivi fissati dalla precedente direttiva.



In particolare, sono stati innalzati i presidi di tutela degli investitori ed, in tale ambito, è stata prevista l'introduzione, nell'alveo della consulenza in materia di investimenti, della consulenza finanziaria indipendente.

Da una «logica di prodotto»

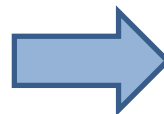


ad una «logica di servizio»

2 - Le fattispecie di consulenza e l'importanza nella prestazione dei servizi di investimento

Viene prospettata una tipizzazione delle diverse connotazioni che può assumere, in concreto, il servizio reso alla clientela, con conseguente possibilità per gli operatori di scegliere tra una pluralità di modelli operativi e di business.

La tipizzazione delle diverse *species* di consulenza



Nell'ambito dei due "modelli normativi" vi è spazio per offerte differenziate

L'attività di consulenza, nella prospettata configurazione "indipendente", potrà favorire un migliore allineamento alle esigenze della clientela.

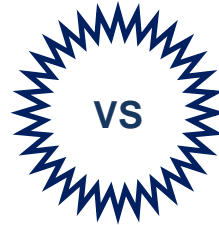
2 - Le fattispecie di consulenza e l'importanza nella prestazione dei servizi di investimento

MODELLI DI CONSULENZA

CONSULENZA FINANZIARIA
STRUMENTALE



Raccomandazioni personalizzate strettamente abbinata all'attività distributiva tipica

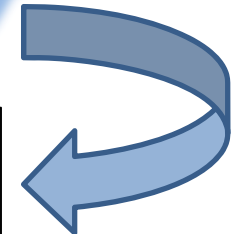


CONSULENZA FINANZIARIA
AD ALTO "VALORE
AGGIUNTO"



Consulenza
Finanziaria
Indipendente

Indipendenza necessariamente "oggettiva", non necessariamente "soggettiva"



2 - Le fattispecie di consulenza e l'importanza nella prestazione dei servizi di investimento

IL CONCETTO DI INDIPENDENZA

Ordinamento Italiano
(consulenti ex artt. 18 bis e
18 ter) Regolamenti MEF
206/2008 e 66/2012



MIFID 2

Indipendenza "soggettiva" :

- assenza di rapporti patrimoniali, professionali, economici, finanziari, o di altra natura che possono condizionare l'indipendenza di giudizio (valutazione Organismo)
- divieto di percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente

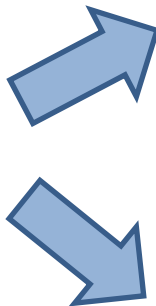
Indipendenza "oggettiva" :

- obbligo di valutare un numero sufficientemente ampio (sia per tipologia che per emittente) di strumenti finanziari divieto di percepire benefici di natura monetaria da soggetti diversi dal cliente
- possibilità di ricevere benefici non monetari minori se non pregiudicano la possibilità di perseguire il miglior interesse del cliente

2 - Le fattispecie di consulenza e l'importanza nella prestazione dei servizi di investimento

LA CONSULENZA INDIPENDENTE (art. 24 MIFID 2)

L'intermediario deve:



valutare un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato, diversificati con riguardo alla loro tipologia e agli emittenti o ai fornitori di prodotti. Tali strumenti non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento

non accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

2 - Le fattispecie di consulenza e l'importanza nella prestazione dei servizi di investimento

CONSULENZA FINANZIARIA INDIPENDENTE:
Processo di selezione per valutare e confrontare un sufficiente range di strumenti finanziari

Individuazione di un *range di* strumenti finanziari diversificati per tipo, emittente e produttore

Il numero e la tipologia di strumenti finanziari dovrebbe essere rappresentativa degli strumenti finanziari presenti sul mercato e proporzionata con la finalità del servizio offerto

La quantità di strumenti finanziari emessi direttamente dall'intermediario ovvero da soggetti con stretti legami con il medesimo intermediario deve essere proporzionato al complesso degli strumenti finanziari considerati

Il confronto tra strumenti dovrebbe includere tutti gli aspetti rilevanti (rischi, costi, profili di complessità e clientela target)

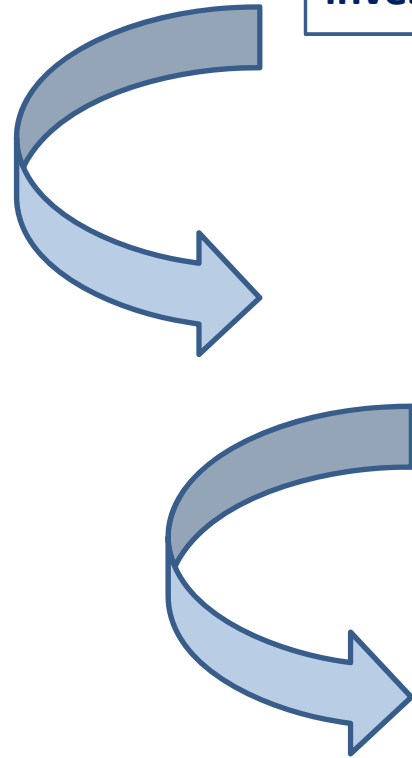
3 - La Consulenza e gli incentivi

OBIETTIVO

Innalzamento del livello di tutela dell'interesse degli investitori

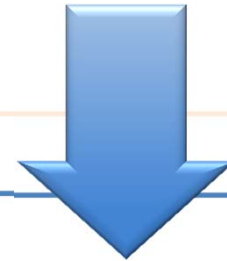
Gestione dei conflitti di interesse

Disciplina degli incentivi



3 - La Consulenza e gli incentivi

Requisiti organizzativi: adozione ed applicazione di disposizioni organizzative ed amministrative efficaci ad evitare conflitti di interesse (art. 16 (3) MIFID 2).



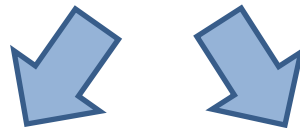
Conflitti di interesse: adozione di misure idonee ad identificare e prevenire o gestire le possibili situazioni di conflitto di interesse (tra le quali viene ricompresa la percezione indebita di incentivi da parte di soggetti terzi) che potrebbero insorgere nella prestazione dei servizi di investimento. Nel caso tali misure non siano sufficienti a gestire la situazione di conflitto di interesse l'intermediario informa chiaramente i clienti della natura e delle fonti di tali conflitti e delle misure adottate per mitigarne i rischi (art. 23 (1)(2)(3) MIFID 2).

3 - La Consulenza e gli incentivi

Protezione dell'investitore:

generale divieto di accettare e trattenere incentivi monetari o non monetari da parte di soggetti terzi (Considerando n. 74 MIFID 2 + art. 24 (7)(b) MIFID 2 + art. 24 (8) MIFID 2 + art. 24 (9) MIFID 2).

CONDIZIONI PER LA LEGITTIMA PERCEZIONE DI INCENTIVI:



Miglioramento della qualità del servizio reso al cliente

+

Assenza di pregiudizio al rispetto del dovere dell'intermediario di agire in modo onesto e professionale nel miglior interesse del cliente

3 - La Consulenza e gli incentivi

IL MIGLIORAMENTO DELLA QUALITÀ DEL SERVIZIO (EMSA TECHNICAL ADVICE 2.15)

Gli incentivi monetari che non vengono retrocessi ai clienti non sono generalmente finalizzati al miglioramento della qualità del servizio se ricorrono determinate condizioni

Presenza di incentivi non giustificati dalla prestazione di un servizio a maggior valore aggiunto proporzionale agli incentivi ricevuti

Presenza di incentivi che generano un beneficio diretto per l'intermediario senza che vi sia un beneficio per l'investitore

Presenza di incentivi periodici non giustificati dalla prestazione di un servizio *on-going* a valore aggiunto per l'investitore

Prestazione del servizio di consulenza su base non indipendente con l'accesso ad un ampio *range* di strumenti finanziari adeguati, compreso un appropriato numero di strumenti finanziari di produttori terzi che non hanno stretti legami con l'intermediario che presta il servizio

Prestazione del servizio di consulenza non indipendente congiuntamente alla valutazione dell'adeguatezza effettuata su base periodica, almeno annualmente

Servizi a valore aggiunto

3 - La Consulenza e gli incentivi

IL TEST DI MIGLIORAMENTO DELLA QUALITÀ DEL SERVIZIO

E' prevista una lista NON esaustiva di circostanze e situazioni che, in presenza di determinate condizioni, possono generalmente comportare l'assenza del requisito di miglioramento della qualità del servizio

Nel valutare il superamento del test, possono essere considerati accettabili gli incentivi monetari e non monetari solo se non compromettono il dovere dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente con riguardo a tutti i servizi rilevanti

Gli intermediari dovrebbero essere in grado di assicurare il mantenimento, nel continuo, del miglior livello qualitativo del servizio nonché di dimostrare che ogni incentivo pagato o ricevuto è funzionale al raggiungimento di tale miglioramento

3 - La Consulenza e gli incentivi

**CONSULENZA FINANZIARIA
INDIPENDENTE
&
GESTIONE INDIVIDUALE DI
PORTAFOGLIO**



**Generale divieto di
percepire e trattenere
incentivi**

UNICA ECCEZIONE: gli incentivi non monetari di entità minima sono consentiti sempre che migliorino la qualità del servizio reso al cliente e che, per natura e portata, non siano tali da pregiudicare il dovere dell'intermediario di agire nel migliore interesse del cliente

3 - La Consulenza e gli incentivi

DOVERI DELL'INTERMEDIARIO IN CASO DI PERCEZIONE DI INCENTIVI DIVERSI DAGLI INCENTIVI NON MONETARI MINORI

L'intermediario deve, non appena possibile, retrocedere mediante accredito sul conto del cliente gli incentivi monetari ricevuti da terzi per la prestazione del servizio di investimento (Considerando n. 74 MIFID 2 + Technical Advice)

I clienti dovrebbero essere informati dell'ammontare trasferito tramite gli estratti conto periodici (Considerando n. 74 MIFID 2 + Technical Advice)

L'intermediario non può detrarre i pagamenti di terzi dalle somme dovute dal cliente all'intermediario (divieto di compensazione degli incentivi dal costo del servizio)
(Considerando n. 74 MIFID 2)

3 - La Consulenza e gli incentivi

L'IDENTIFICAZIONE DEGLI INCENTIVI NON MONETARI MINORI (LISTA ESAUSTIVA)

Lista esaustiva di incentivi non monetari che possono essere considerati minori.

REQUISITI DEGLI INCENTIVI NON-MONETARI MINORI:

- a) Ragionevolezza;
- b) Proporzionalità;
- c) Devono non incidere sul dovere dell'intermediario di agire nel miglior interesse del cliente

La lista esaustiva include i seguenti elementi:

- informazione o documentazione relativa allo strumento finanziario o al servizio;
- partecipazione a conferenze, seminari o eventi formativi
- ospitalità di ragionevole importo
- altri incentivi non monetari minori che rispettano i requisiti indentificati nelle linee guida ESMA

3 - La Consulenza e gli incentivi

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI:

La ricerca in materia di investimenti rappresenta la ricerca che i gestori di portafoglio/consulenti indipendenti ricevono dai *brokers* di cui si avvalgono

CONFLITTO DI INTERESSI

La scelta del *broker* da parte del gestore è influenzata dal legame esistente tra il volume o il valore delle transazioni effettuate e la ricerca che il gestore stesso riceve dal negoziatore

4 - Le questioni ancora aperte

La ricerca in materia di investimenti

Il Technical Advice (TA) pubblicato dall'ESMA il 19 dicembre 2014 esclude espressamente la ricerca in materia di investimenti dal novero dei benefici non monetari minori.

Situazione attuale:



La ricerca somministrata dal broker, secondo la prassi attuale, è qualificata come *soft commission* o beneficio monetario minore

4 - Le questioni ancora aperte

La ricerca in materia di investimenti:

Contrasto tra posizione ESMA e attuale prassi di mercato

L'ESMA ha elaborato una soluzione di compromesso basata sul modello CSA (*commission sharing arrangements*) che assicura la separazione tra costi di ricerca e di esecuzione con l'obiettivo di rompere il collegamento tra le commissioni di negoziazione ed il pagamento dell'attività di ricerca

L'ESMA ha stabilito quanto segue:

Il pagamento per la ricerca ricevuta non deve essere collegato al volume degli ordini di esecuzione

La possibilità per il gestore/consulente indipendente di ricevere la ricerca dal broker soltanto a fronte di pagamenti direttamente corrisposti al broker ovvero a fronte di pagamenti imputati ad un «conto ricerca» controllato dal gestore/consulente indipendente, la cui operatività è soggetta a specifiche condizioni funzionali a garantirne la trasparenza al cliente

L'introduzione di ulteriori requisiti per i broker che forniscono sia il servizio di negoziazione/esecuzione di ordini che di ricerca in materia di investimenti, al fine di separare il pagamento e la prestazione di tali due servizi

4 - Le questioni ancora aperte

Test di miglioramento della qualità del servizio

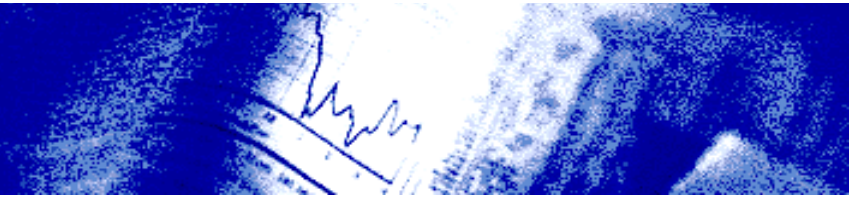
In sede di consultazione pubblica sono stati rilevati alcuni profili di incoerenza rispetto alle intenzioni della direttiva MIFID 2 relativamente alle situazioni (individuate dall'ESMA) che sarebbero funzionali a garantire il miglioramento della qualità del servizio reso e a consentire quindi la percezione di incentivi da parte degli intermediari.



Secondo alcuni le condizioni individuate dall'ESMA per il superamento del test di miglioramento della qualità del servizio comporterebbero di fatto un divieto della percezione di incentivi e, quindi, della prestazione della consulenza non indipendente (remunerata dagli incentivi corrisposti dalle società-prodotto). Ciò potrebbe comportare una limitazione dell'accesso dei clienti *retail* al servizio di consulenza e, pertanto, un peggioramento del servizio reso ai medesimi



CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA



GRAZIE DELL'ATTENZIONE

Flavio Bongiovanni

CONSOB

*Responsabile Ufficio Intermediari-Rete, Promotori e
Consulenti Finanziari*

CONSOB