

## Verso la MiFid2: la legittimità degli incentivi nei servizi di investimento

*MiFid2 and the new rules on inducements in financial services*

**Massimo Scolari**, Segretario generale Ascocim

### Keywords

MiFid2, servizi di investimento, incentivi

### Jel codes

G10, G24, G23

**L'applicazione della nuova direttiva MiFid2 introdurrà importanti cambiamenti nella disciplina degli incentivi nei servizi di investimento, in particolare per quanto riguarda il divieto per i consulenti indipendenti e le gestioni patrimoniali su base individuale. La scelta del modello di remunerazione del servizio di consulenza sarà strettamente collegata ai costi e ai benefici per le imprese di investimento.**

*The new MiFid2 Directive will amend the existing MiFid rules in several respects, including the field of inducement. In particular, firms providing independent advice and portfolio management will not be allowed to receive third party inducements except minor non-monetary benefits under certain conditions.*

### 1. Premessa

Dopo l'approvazione della direttiva MiFid2 da parte del Parlamento e del Consiglio europeo, si avvia il processo che porterà all'applicazione della nuova normativa sui servizi di investimento.

Alla Commissione europea viene richiesto di emanare numerosi atti delegati, necessari ai fini di rendere applicativi i principi contenuti nella direttiva di primo livello.

La Commissione ha quindi richiesto all'Esma un parere tecnico sui diversi temi sui quali si dovrà concentrare la direttiva di implementazione.

Nel dicembre 2014 Esma, dopo un processo di consultazione con gli attori del mercato, ha pubblicato una Technical Opinion sulle diverse tematiche su cui si articola la disciplina dei servizi di investimento e le relative regole di condotta degli intermediari.

Uno dei punti più controversi e maggiormente discussi tra

l'Authority e gli operatori di mercato è stata la normativa che regola la legittimità degli incentivi nell'ambito dei servizi di investimento.

In particolare, Esma detta alcune condizioni che devono essere osservate al fine di qualificare gli incentivi come ammissibili, ossia idonei ad accrescere la qualità del servizio per i clienti, e ne disciplina il regime di trasparenza.

Inoltre vengono indicate da Esma le regole che devono essere osservate dalle imprese di investimento che svolgono il servizio di consulenza su base di indipendenza e dai gestori di portafogli individuali in materia di riconoscimento al cliente degli incentivi ricevuti e di benefici non monetari di lieve entità.

Infine Esma delinea le regole che disciplineranno il pagamento della ricerca finanziaria da parte degli intermediari.

### 2. Il Technical Advice dell'Esma

Il 19 dicembre Esma ha pubblicato il Final Report conte-

L'autore è anche membro dell'Investor Protection and Intermediaries Standing Committee dell'Esma.

Le opinioni contenute nel presente articolo sono strettamente personali e non possono essere per nessun motivo considerate appartenenti a Esma.

nente il Technical Advice (Ta) alla Commissione europea e ha lanciato un documento di consultazione sulla bozza di Regulatory Technical and Implementation Standards (Rts) entrambi relativi all'implementazione della direttiva MiFid2 e al regolamento MiFir.

La pubblicazione del documento di Technical Advice rappresenta la risposta al formale incarico ricevuto dalla Commissione europea del 23 aprile 2014 e finalizzato ad assistere la Commissione stessa nella redazione degli atti delegati richiesti in numerosi articoli della direttiva.

Il documento scaturisce da un processo avviato il 22 maggio scorso con la pubblicazione di un documento di consultazione, che ha ricevuto, entro il 1° agosto, 330 risposte da parte di associazioni e di intermediari, con un incontro Open Hearing organizzato da Esma il 7 e 8 luglio al quale hanno preso parte circa 350 persone e con la consultazione dei Consultative Working Group.

La Commissione europea dovrà adottare gli atti delegati nei tempi necessari per far sì che la direttiva sia resa applicativa entro 30 mesi dall'entrata in vigore (2 luglio 2014), tenendo in debito conto il tempo concesso al Parlamento europeo (6 mesi) per presentare eventuali opposizioni agli atti delegati.

Il contenuto del Final Report segue la struttura per argomento adottata per il documento di consultazione, riporta una sintesi delle opinioni contenute nelle risposte delle associazioni e degli operatori, le risposte elaborate dall'Esma e il testo definitivo approvato.

Il secondo capitolo è dedicato al tema della protezione degli investitori e si articola in 194 pagine suddivise in 24 capitoli che coprono numerose attività connesse alla prestazione dei servizi di investimento e le relative regole di condotta che devono essere osservate dalle imprese di investimento.

### 3. La legittimità degli incentivi nei servizi di investimento

Uno dei temi che ha suscitato un maggior numero di controversie e di critiche da parte degli operatori è stato quello della legittimità degli incentivi nella prestazione del servizio di investimento<sup>1</sup>.

La richiesta di advice da parte della Commissione riguardava tre punti distinti:

- le condizioni che devono essere rispettate dalle imprese di investimento che offrono il servizio di consulenza su base indipendente e il servizio di gestione di patrimoni al fine di ottemperare al divieto di ricevere e trattenere qualsiasi tipo di commissione o incentivo monetario o non monetario da parti terze, nonché la definizione di incentivi di minore entità accettabili;
- le condizioni che non consentono di qualificare gli incentivi, pagati o ricevuti da imprese di investimento che prestano ogni altro servizi di investimento, come elementi di accrescimento della qualità del servizio offerto;
- le informazioni da fornire al cliente e gli aspetti organizzativi da adottare al fine di ottemperare alle previsioni della direttiva.

Com'è noto, già la direttiva MiFid in vigore indica nell'accrescimento della qualità del servizio una delle condizioni necessarie per il giudizio positivo in merito all'ammissibilità degli incentivi.

I cambiamenti portati dalla nuova direttiva in materia di divieto di incentivi (in particolare nella consulenza indipendente e nelle gestioni patrimoniali) ha indotto a un approfondimento del tema della legittimità degli incentivi anche negli altri servizi di investimento, dando origine al secondo dei tre quesiti della Commissione.

Esma, nel documento di consultazione, aveva fornito una proposta nella quale evidenziava, nel capitolo 10, le condizioni che non consentivano di giudicare ammissibile il pagamento di incentivi e, nel successivo capitolo 11, alcune caratteristiche del servizio che avrebbero consentito il superamento del test di ammissibilità (in particolare l'accesso a un'ampia gamma di strumenti finanziari e la prestazione del servizio di consulenza su base continuativa).

Le risposte degli operatori al documento di consultazione hanno sollevato su questo punto numerose critiche all'impostazione data da Esma, la cui proposta sembrava ad alcuni orientata alla realizzazione di un divieto *de facto* a tutte le forme di incentivo, con il relativo superamento dell'ambito normativo previsto dalla stessa direttiva MiFid2.

<sup>1</sup> Art. 24 comma 9. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento non siano considerate in regola con gli obblighi loro incombenti in virtù dell'articolo 23 o del paragrafo 1 del presente articolo qualora paghino o percepiscano un onorario o una commissione o forniscano o ricevano benefici non monetari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio o da parte di un qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto, a meno che i pagamenti o i benefici: a) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente, e b) non pregiudichino il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente.

#### 4. Il test di ammissibilità degli incentivi

Esma ha quindi ritenuto, nel Final report, di rettificare la proposta originaria adottando un testo che tenesse conto delle osservazioni critiche ricevute. In particolare la soluzione adottata prevede tre circostanze ognuna delle quali impedisce il superamento del test di ammissibilità degli incentivi:

- nel caso in cui non sia fornito al cliente un servizio di qualità più elevata, proporzionale al valore degli incentivi ricevuti;
- nel caso gli incentivi siano un beneficio esclusivo per l'impresa di investimento, i suoi azionisti o i suoi dipendenti senza alcun tangibile beneficio per il cliente;
- nel caso di incentivi continuativi se non abbinati a un servizio fornito su base continuativa.

Per meglio definire la tipologia di un servizio caratterizzato da una maggiore qualità, l'Esma propone una lista non esaustiva che aiuta a definire una delle condizioni di accettabilità degli incentivi:

- fornire al cliente un servizio di consulenza (non-indipendente) che dia accesso a un'ampia gamma di strumenti finanziari, adeguati al cliente, e forniti da società prodotte non collegate all'impresa di investimento;
- fornire al cliente un servizio di consulenza (non indipendente) che comprenda una valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti detenuti oppure altri elementi di valore come ad esempio la revisione periodica dell'allocazione ottimale di portafoglio;
- fornire al cliente l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari, forniti da società prodotte non collegate all'impresa di investimento, oppure tools di investimento utili al cliente (ad esempio, servizi di informazione relativi agli strumenti finanziari, aggiornamento periodico dei prezzi, delle performance e dei costi degli strumenti detenuti in portafoglio).

Il giudizio di ammissibilità degli incentivi non può prescindere comunque dalla capacità dell'impresa di dimostrare che la ricezione degli incentivi non è tale da influenzare o distorcere la prestazione del servizio. Inoltre, l'impresa di investimento dovrà garantire che la maggiore qualità del servizio è mantenuta nel tempo.

**Requisiti organizzativi e trasparenza degli incentivi.** Una volta valutata positivamente l'ammissibilità degli incentivi, l'impresa di investimento dovrà mantenere un'accurata documentazione dei pagamenti ricevuti che contenga una lista di tutte le commissioni e i benefici monetari e non monetari ricevuti da terze parti nell'ambito della prestazione dei servizi. Dovrà inoltre documentare l'utilizzo di queste somme, o le intenzioni di utilizzo, ai fini dell'accrescimento della qualità del servizio reso al cliente.

Per quanto attiene alla disclosure degli incentivi, l'impresa di investimento dovrà, prima dell'avvio del servizio, informare il cliente in modo chiaro, esaustivo, accurato e comprensibile sull'esistenza, sulla natura e sull'ammontare dei pagamenti di commissioni e dei benefici non monetari. I benefici non monetari di minore entità potranno essere indicati genericamente mentre gli altri incentivi non monetari dovranno essere quantificati ed evidenziati separatamente.

Nel caso l'importo degli incentivi non sia determinabile *ex ante*, l'impresa di investimento, dopo aver fornito il relativo metodo di calcolo, dovrà fornire l'informazione *ex post* sull'effettivo valore degli incentivi percepiti.

In particolare, nel caso di pagamenti di commissioni o benefici non monetari su base continuativa, l'impresa dovrà comunicare al cliente, su base individuale, almeno annualmente, l'effettivo valore degli incentivi percepiti.

#### 5. Gli incentivi nella consulenza indipendente e nelle gestioni patrimoniali individuali

La disciplina degli incentivi e della loro legittimità trova una diversa applicazione se l'impresa adotta il modello della consulenza indipendente o se svolge il servizio di gestioni patrimoniali individuali.

Infatti quando un'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è prestata su base indipendente o quando svolge un servizio di gestione del portafoglio individuale «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».

Il documento di Technical Opinion dell'Esma specifica che le imprese di investimento che nella consulenza scelgono la modalità indipendente (lo stesso vale per i gestori delle gestioni individuali) dovranno conseguentemente accreditare ai singoli clienti le somme eventualmente ricevute, da terze parti e nell'ambito della prestazione del servizio, nel più breve periodo possibile, senza prescrivere un limite temporale definito.

Le imprese di investimento dovranno quindi informare il cliente, ad esempio nel rendiconto periodico, in merito a tutte le somme trasferite, al fine di consentire al cliente una visione d'insieme dei servizi ricevuti e sulla remunerazione.

Gli incentivi di natura non monetaria, che non siano giudicati di lieve entità, sono invece vietati alle imprese di investimento che adottano la consulenza indipendente (e i gestori di patrimoni individuali).

**Gli incentivi non monetari di minore entità.** Gli incentivi non monetari sono di lieve entità quando, per le proprie ridotte dimensioni quantitative, sono ragionevoli e proporzionati e quindi tali da non influenzare il comportamento dell'impresa di investimento a detrimento degli interessi del cliente.

Esma, nel proprio Technical Advice, propone alla Commissione di definire una lista esautiva delle tipologie di incentivi non monetari di lieve entità che contiene:

- informazioni su singoli strumenti finanziari o servizi d'investimento, sia di tipo generico che personalizzato;
- partecipazione a conferenze, seminari o

altri eventi formativi sulle caratteristiche di specifici strumenti finanziari o servizi di investimento;

- ospitalità di ragionevole e minore entità, come cibi e bevande consumate nel corso di un evento di cui al punto precedente;
- altri benefici di lieve entità che risultino conformi alle prescrizioni generali.

Gli incentivi non monetari di lieve entità dovranno comunque essere comunicati ai clienti prima dell'avvio della prestazione del servizio di investimento.

Tavola 1

**Classificazione degli incentivi, requisiti organizzativi e informazione ai clienti**

|   | MiFid2  | Esma Technical Advice                   | Requisiti organizzativi                       | Informazione ai clienti  |
|---|---|---|---|--|
| <b>Incentivi monetari</b>                       |   |   |   |  |
| Consulenza indipendente e gestioni patrimoniali | Divieto di ricevere e trattenere              | Accreditare prontamente al cliente      | Policy interna                                | Rendiconto commissioni accreditate su base individuale         |
| Consulenza non indipendente                     | Ammissibili (incremento qualità del servizio) | Test di ammissibilità                   | Mantenere lista incentivi ricevuti e utilizzi | Ex ante dettagliata<br>Ex post dettagliata su base individuale |
| <b>Incentivi non monetari</b>                   |   |   |   |  |
| Consulenza indipendente e gestioni patrimoniali | Divieto                                       |   |   |  |
| Consulenza non indipendente                     | Ammissibili (incremento qualità del servizio) | Test di ammissibilità                   | Mantenere lista incentivi ricevuti e utilizzi | Ex ante dettagliata<br>Ex post dettagliata su base individuale |
| <b>Incentivi non monetari di lieve entità</b>   |   |   |   |  |
| Consulenza indipendente e gestioni patrimoniali | Ammissibili                                   | Ammessi se fanno parte della lista Esma | Criteri e verifica lieve entità               | Ex ante, generica  |
| Consulenza non indipendente                     | Ammissibili (incremento qualità del servizio) | Test di ammissibilità                   | Mantenere lista incentivi ricevuti e utilizzi | Ex ante, generica  |

## 6. Le ricerca finanziaria

Un altro tema molto controverso che ha caratterizzato il processo di consultazione dell'Esma è stato quello della ricerca finanziaria.

Essa viene a tutti gli effetti considerata un incentivo non monetario, per il quale valgono le regole generali, indipendentemente se viene fornita nell'ambito di servizi di negoziazione o da soggetti indipendenti, salvo nei seguenti casi:

- se l'impresa di investimento paga direttamente il fornitore della ricerca, eventualmente incrementando le proprie commissioni applicate alla clientela;
- se i pagamenti della ricerca avvengono mediante uno specifico conto presso l'impresa di investimento, alimentato da commissioni addebitate ai clienti (Research Fees), delimitate dal budget per il pagamento della ricerca definito dall'impresa, non correlate alla negoziazione dei conti dei clienti e concordate con i clienti.

Quando l'impresa di investimento utilizza uno specifico

conto per il pagamento della ricerca, dovrà fornire al cliente le informazioni *ex ante* in relazione al budget globale deliberato e ai costi addebitati al singolo cliente; inoltre il cliente sarà informato *ex post*, nell'ambito della rendicontazione dei costi e oneri, sugli importi effettivamente addebitati e, su richiesta, sugli importi pagati ai singoli fornitori. Le imprese di investimento che forniscono servizi di negoziazione dovranno conseguentemente specificare le commissioni per i propri servizi di acquisto e vendita di strumenti finanziari, separando le commissioni applicate per ogni altro servizio fornito.

## 7. Conclusioni

La disciplina degli incentivi nei servizi di investimento subirà, con l'applicazione della nuova direttiva MiFid2, alcuni importanti cambiamenti dovuti, in primo luogo, alla previsione del divieto per i soggetti che prestano il servizio di consulenza su base indipendente e per le gestioni patrimoniali su base individuale.

L'orientamento, chiaramente indicato anche nei considerando della direttiva, è quello di incidere sui meccanismi di remunerazione del servizio al fine di rafforzare la protezione degli investitori e di delimitare i conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento.

Gli operatori vengono chiamati a verificare che la percezione degli incentivi, laddove ammessi, non sia in contrasto con il dovere di agire nel migliore interesse del cliente e con l'obiettivo di innalzare la qualità del servizio reso al cliente.

La disclosure degli incentivi monetari e non monetari renderà maggiormente esplicito ai clienti il costo effettivamente pagato per i servizi ricevuti.

La scelta del modello di remunerazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, tra modalità indipendente e non, dovrà necessariamente tener conto dei costi e dei benefici per le imprese di investimento. ■

Tavola 2

### La ricerca finanziaria

| MiFid2              | Esma Technical Advice   | Requisiti organizzativi  | Informazione ai clienti   |
|---------------------|---|--|---|
| Ricerca finanziaria | <p>Non è Incentivo non monetario solo se</p> <p>1) Pagata dall'impresa</p> <p>2) Pagata mediante Research Account</p> | <p>Research Account alimentato da Research Fees</p> <p>Definizione di un Research Budget</p> | <p>Research Fee concordata ex ante con cliente</p> <p>Ex ante Informazioni sul Budget e Fees</p> <p>Ex post Informazioni su costi e oneri</p> |