



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI
M I L A N O



I servizi di investimento dopo la MIFID2

LA GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE E DEGLI INCENTIVI

MASSIMILIANO FORTE

24 settembre 2019



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



La disciplina dei conflitti di interesse

Un cambio di rotta

La scelta del legislatore comunitario nella regolamentazione dei conflitti di interesse, già introdotta dalla MIFID, segna un deciso cambio di rotta rispetto alle precedenti strategie normative. La nuova disciplina (già presente nel considerando 29 della Direttiva MIFID 2004/39/CE) è esplicita nel ritenere preferibile una strategia normativa prevalentemente fondata sui requisiti di organizzazione dell'impresa di investimento, anziché sulle regole di trasparenza

Identificazione

L'obbligo che in via prioritaria è imposto all'intermediario è di

identificare i conflitti e di gestirli

Già una insufficiente mappatura delle situazioni di conflitto integrerebbe il mancato rispetto alla disciplina.

Gestione a fini di prevenzione

l'articolo 34, paragrafo 2, lett. b, del Regolamento Delegato UE 565/2017 fa espresso riferimento anche al fatto che **i conflitti non vanno soltanto identificati e gestiti, ma devono anche formare oggetto di prevenzione**, frutto di un processo complesso che prende avvio dalla identificazione della fattispecie per proseguire poi nella sua analisi con lo scopo di individuare le misure idonee per **una gestione cd "neutrale"** del conflitto.

Neutralità

La neutralità impone **non** la mera adozione di **misure gestionali “di stile”**, ma di

misure che raggiungano lo scopo di non creare risultati a danno degli investitori.

Provvedimenti efficaci

La Direttiva rimarca tale strategia evidenziando nel considerando 56 che è necessario che *gli operatori finanziari adottino provvedimenti efficaci per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse nonché attenuare, per quanto possibile, il potenziale impatto di tali rischi.*

Quali strategie

Il distacco con le scelte precedenti alla MIFID è decisamente marcato: il legislatore comunitario **sostituisce una prevalente strategia ex ante di *agent constraints*** basata su puntuali obblighi di trasparenza nei confronti del cliente **con una prevalente strategia di cd. *affiliation terms*** fondata su regole interne di organizzazione e destinata a operare come barriera all'ingresso del mercato.

La disclosure non basta

Il superamento di un modello strutturato su regole di trasparenza trova spiegazione sotto una pluralità di prospettive:

la considerazione della razionalità limitata del cliente retail in opposizione al modello tradizionale di agente economico razionale porta a escludere un'effettiva capacità delle regole di disclosure a superare le asimmetrie informative nonché cognitive.

La mera informazione non tutela

Una strategia meramente informativa si è rivelata nel tempo non idonea a proteggere gli interessi del cliente assumendo sovente un ruolo di **clausola di stile** del tutto inefficace a rendere il cliente consapevole che interessi non allineati nella sostanza possono spostare gli equilibri dei risultati raggiunti dalle parti, in contratti nei quali ad una parte è demandato un obbligo di mezzi e dall'altra è attesa un'aspettativa di risultati.

La segnalazione come warning

La segnalazione di un possibile conflitto è solo un puro segnale di attenzione privo peraltro di ogni possibilità di ulteriore indagine e utile più per limitare ex post la responsabilità dell'intermediario che per aumentare ex ante la tutela dell'investitore.

La product governance

L'approccio ex ante, o organizzativo prescelto dalla MIFID e ribadito nella MIFID II se non ancora più enfatizzato nei nuovi principi della *product governance*, segue **il modello delle procedural rules** tentando di rimuovere tout court i conflitti di interesse.

Le misure

Il requisito organizzativo previsto in materia di gestione dei conflitti di interesse, prevede in ottica di finalità e scopo che le imprese di investimento **mantengano e applichino disposizioni organizzative e amministrative** efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti

Quali misure?

La misura per raggiungere tale scopo viene qualificata con **un requisito di idoneità allo scopo**, ovvero essa deve essere tale da poter identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra l'impresa e i loro clienti. Sono soggetti a tale norma anche i conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi o dalla remunerazione e da piani di incentivazione della stessa impresa di investimento.

E se non sono sufficienti?

Solo qualora le disposizioni organizzative adottate dall'impresa di investimento per impedire conflitti di interesse non siano sufficienti per assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento deve informare per iscritto chiaramente e dettagliatamente il cliente prima di agire per suo conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate in modo da consentire a quest'ultimo di prendere una decisione consapevole e informata.

Chi è responsabile

IL CDA ha il compito di definire, sorvegliare e rispondere dell'applicazione di dispositivi di governance - al fine di garantire un'efficace e prudente gestione di un'impresa di investimento, comprese la separazione delle funzioni dell'impresa di investimento stessa e la prevenzione dei conflitti di interesse - tali da promuovere l'integrità del mercato e gli interessi della clientela

Il governo dei prodotti

Anche la produzione di strumenti finanziari deve essere conforme ai requisiti di corretta gestione dei conflitti di interesse, per quanto riguarda gli aspetti relativi alla remunerazione.

Il criterio base 1/3

Come criterio minimo per determinare i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere al momento della fornitura di servizi di investimento e servizi accessori, o di una combinazione di essi, e la cui esistenza può ledere gli interessi di un cliente, l'articolo 33 della Direttiva dispone che le imprese di investimento considerano se l'impresa di investimento, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo, diretto o indiretto, con l'impresa si trovi in una delle seguenti situazioni

Il criterio base 2/3

- a) è probabile che l'impresa, il soggetto o la persona realizzino un guadagno finanziario o evitino una perdita finanziaria a spese del cliente;
- b) l'impresa, il soggetto o la persona hanno nel risultato del servizio prestato al cliente o dell'operazione realizzata per suo conto un interesse distinto da quello del cliente;

Il criterio base 3/3

- c) l'impresa, il soggetto o la persona hanno un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di un altro cliente o gruppo di clienti rispetto a quelli del cliente interessato;
- d) l'impresa, il soggetto o la persona svolgono la stessa attività del cliente;
- e) l'impresa, il soggetto o la persona ricevono o riceveranno da una persona diversa dal cliente un incentivo sotto forma di benefici monetari o non monetari o di servizi.

La policy sui conflitti

La **politica sui conflitti** di interesse deve consentire di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse che possa ledere gli interessi di uno o più clienti;

deve definire le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire o gestire tali conflitti volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali che implicano un conflitto di interesse svolgano dette attività con un grado di indipendenza adeguato

Il registro dei conflitti di interesse

Le imprese di investimento devono poi istituire **un registro** nel quale riportare i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento svolti dall'impresa o per suo conto, per i quali sia sorto, o, nel caso di un servizio o di un'attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gli interessi di uno o più clienti. L'alta dirigenza riceve, con cadenza frequente e almeno una volta all'anno, relazioni scritte sulle situazioni in conflitto di interesse.

Una possibile misura

Una delle possibili misure organizzative da adottare è la costituzione di un **Comitato Conflitti**; il Comitato Conflitti, valutati i termini, le condizioni e la struttura della singola situazione in conflitto, esprime le proprie raccomandazioni al Consiglio di Amministrazione in ordine alla messa in atto di ogni misura necessaria ad assicurare che l'intermediario stia comunque agendo nel miglior interesse dei clienti.

Il Comitato Conflitti di interesse

Ai fini della corretta gestione delle operazioni in potenziale conflitto, il Comitato osserva le seguenti regole:

- a) le operazioni siano necessarie e non facilmente evitabili;
- b) le transazioni tra parti correlate siano effettuate a prezzi di mercato (laddove i prezzi di mercato non siano disponibili, la verifica di congruità sia eseguibile utilizzando il confronto con varie transazioni simili tra una delle parti correlate e parti terze ;

Il Comitato Conflitti di interesse

Nel caso in cui il Comitato Conflitti di Interesse ravvisi la presenza di un conflitto di interesse mitigabile, è tenuto a precisare le condizioni alle quali si può dar corso all'operazione. In questo caso il Consiglio di Amministrazione potrà autorizzare o meno l'operazione in conflitto di interesse, avendo cura che:

- siano tenute in considerazione le condizioni richieste dal Comitato per gestire la posizione di conflitto di interessi e dar corso all'operazione;

Il Cda

la delibera del Consiglio di Amministrazione motivi adeguatamente l'interesse per i clienti all'operazione;

- sia assicurato, anche avuto riguardo agli oneri connessi alle operazioni da eseguire, un equo trattamento tra i clienti e, nel contesto del medesimo servizio un equo trattamento dei partecipanti allo stesso;
- il servizio/prodotto interessato non sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti.

L'ESMA

Valga a tale riguardo anche quanto affermato dall'ESMA nel documento del 2008 "MiFID Supervisory Briefing - Conflicts of interest": *"The MiFID Conflicts of Interest rules give firms flexibility to determine the appropriate approach for their business, depending on its size and complexity. This leaves scope for a high degree of supervisory judgement under the new rules; firms will have to put in place appropriate arrangements and supervisors will have to assess the adequacy of given arrangements."*



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



FONDAZIONE
COMMERCIALISTI
ODCEC di MILANO

La disciplina degli incentivi

Incentivi=conflitto=misura idonea

L'art. 23 della MiFID II riconduce espressamente **l'indebita percezione di incentivi** da parte di terzi nell'ambito della normativa che impone agli intermediari di adottare ogni idonea misura per identificare, prevenire o gestire i conflitti di interesse e di porre attenzione anche ai conflitti d'interesse determinati dall'ottenimento di indebiti incentivi da parte di terzi.

Regole di condotta

La disciplina degli incentivi è tuttavia soggetta a regole di condotta ulteriori e maggiormente stringenti rispetto a quelle previste dalla più ampia disciplina dei conflitti di interesse in quanto non si limita a richiedere di identificare e gestire le situazioni potenzialmente pregiudizievoli (e, se del caso, a rappresentarle agli investitori), ma impone un divieto assoluto di percepire o corrispondere compensi in assenza di condizioni prestabilite.

La nozione di incentivo

La nozione di incentivo si riferisce in generale a tutte le utilità economiche, rappresentate da compensi, commissioni o benefici non monetari, percepite o corrisposte da/a soggetti diversi dal cliente (o da persona che agisca per conto di questi) nella prestazione dei servizi di investimento (e accessori) che possono indurre l'intermediario a tenere un comportamento in contrasto con l'interesse del cliente.

Il regolamento intermediari Consob

L'art. 52 del **Regolamento Intermediari Consob 20307** subordina la percezione e o il pagamento di incentivi alla sussistenza congiunta delle seguenti condizioni generali:

- A) gli incentivi devono avere lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente;
- B) gli incentivi non devono pregiudicare l'adempimento dell'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale, nel migliore interesse del cliente.

Le condizioni

La prima condizione specifica prevede che l'intermediario presti al cliente un servizio aggiuntivo (o di livello superiore) - e quindi ulteriore rispetto a quello principale nell'ambito del quale sia contemplato l'inducement - che sia proporzionale agli incentivi ricevuti .

Sono considerati dall'art. 53 RI servizi aggiuntivi o di livello superiore rispetto quello principale, alternativamente, una delle tre seguenti attività.

Le condizioni

1. La prestazione di una consulenza non indipendente in materia di investimenti, unitamente all'accesso ad una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati che includa un numero appropriato di strumenti di soggetti terzi che non abbiano stretti legami con l'intermediario.

Le condizioni

La consulenza in materia di investimenti continua ad essere considerata un servizio aggiuntivo, o di livello superiore, soltanto se al cliente è data anche la possibilità di poter investire in una vasta gamma di prodotti finanziari non riconducibili all'intermediario. E' rispondente alle previsioni della norma, lo svolgimento della consulenza in materia di investimenti in abbinamento al servizio di collocamento che consenta al cliente di poter accedere ad un numero elevato di strumenti finanziari presenti sul mercato.

Le condizioni

“La prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti congiuntamente alla valutazione, almeno su base annuale, del persistere dell’adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito, ovvero alla fornitura di un altro servizio continuativo che può risultare di valore per il cliente come la consulenza sull'asset allocation ottimale”.

Le condizioni

“L’accesso, ad un prezzo, competitivo, ad una vasta gamma di strumenti finanziari in grado di soddisfare le esigenze dei clienti, che comprenda un numero appropriato di strumenti di soggetti di terzi non legati all’intermediario da stretti legami, unitamente alla fornitura di in via alternativa di:

Le condizioni

- strumenti a valore aggiunto, quali strumenti di informazione oggettivi che assistono il cliente nell'adozione delle decisioni di investimento o consentono al medesimo di monitorare, modellare e regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito;
- rendiconti periodici sulla performance, nonché su costi e oneri connessi agli strumenti finanziari”.

Elenco degli incentivi

L'art. 52, comma 4 del Regolamento

Consob prevede che debba essere conservata evidenza del *quality enhancement test* secondo precise modalità. Sono in proposito richiesti i seguenti adempimenti.

Gli intermediari devono annotare in un elenco interno tutti i compensi, commissioni e benefici non monetari ricevuti da terzi in relazione alla prestazione di servizi di investimento o accessori. E' questo un obbligo che deve essere assolto soltanto dai soggetti che ricevono gli incentivi e non da quelli che li corrispondono

La ricerca

La ricerca in materia di investimenti fornita da soggetti terzi agli intermediari che svolgono il servizio di gestione di portafogli o altri servizi di investimento o accessori non è considerata un incentivo – e non è pertanto soggetta alle limitazioni della disciplina degli inducements – se, ai sensi dell'art. 54 RI:

- i costi della ricerca siano sostenuti direttamente dall'intermediario utilizzando proprie risorse finanziarie;

La ricerca

- il pagamento di tali costi sia effettuato tramite un apposito conto dedicato per la ricerca controllato dall'intermediario.



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



FONDAZIONE
COMMERCIALISTI
ODCEC di MILANO

Grazie per l'attenzione

MASSIMILIANO FORTE