

COMMISSIONI DI RETROCESSIONE / PRATICA NON GRADITA NELLE GESTIONI INDIVIDUALI

# La Mifid pone un freno all'architettura aperta

*Il Cesr non fa distinguo tra fondi di terzi e prodotti collegati gestiti infragruppo*

Concepita per gestire il conflitto di interesse e trovare un assetto più equilibrato nella dinamica dei rapporti tra le varie parti operanti sul mercato (trasparenza, best execution etc), la Mifid (markets in financial instruments directive) crea un ostacolo alle case d'investimento terze per entrare nei portafogli delle gestioni individuali delle banche, delle Sim e delle Sgr.

Nel pronunciamento del 29 maggio scorso il Cesr, comitato europeo delle autorità di vigilanza, ha confermato l'interpretazione restrittiva della direttiva in tema di *inducements* (incentivi). Sono di fatto vietate le retrocessioni pagate dai gestori dei fondi comuni e Sicav (ma potrebbe valere anche per i derivati, le obbligazioni strutturate e i certificati) agli intermediari che inseriscono i loro prodotti nelle gestioni patrimoniali individuali dei clienti. Una pratica che il Cesr non proibisce a priori, ma rende di difficile applicazione in quanto occorre dimostrare che il meccanismo delle retrocessioni non impatta sulla capacità del gestore di agire in maniera equa e corretta nell'interesse del cliente gestito. «Sulle gestioni individuali - spiega Gabriele Montalbetti, presidente dell'Italian Cfa Society, associazione professionale che già da diversi anni disciplina tali aspetti nel suo codice etico - si potrebbe estendere quanto già la Consob ha previsto per i fondi di fondi, che non rientrano nella sfera della Mifid. Le retrocessioni non possono essere incassate dalla Sgr, ma devono andare a beneficio del fondo e quindi del cliente». Un'opzione che trapela anche tra le righe del documento del Cesr e che la Consob aveva già caldeggiato in precedenti pronunciamenti, ma solo per le retrocessioni ricevute dai fondi collegati.

Adesso il Cesr non fa distinguo fra fondi esterni di terzi e fondi collegati gestiti da società dello stesso gruppo. In entrambi i casi il gestore che svolge il servizio di gestione individuale è invitato a non prendere commissioni di

retrocessione dai prodotti inseriti all'interno degli asset amministrati per conto dei clienti. «Per il principio ispiratore della Mifid - spiega Christian Faggella, partner dello studio La Scala & Associati - il gestore individuale è già pagato dal cliente, dal quale percepisce già una commissione per l'attività svolta. Ci troviamo di fronte a un cambiamento epocale. La normativa non è il frutto di una elaborazione concertua-

le nata in seno agli operatori, ma è nata sul fronte consumatori, classica ispirazione di diritto anglosassone».

I gestori potrebbero quindi essere costretti a reimpostare le proprie strutture commissionali. Si rischia quindi di rompere un equilibrio raggiunto dal mercato su livelli di retrocessioni abbastanza elevate, ai quali anche i gestori esteri si sono adeguati. Il venir meno delle commissioni di retrocessione, paradossalmente potrebbe favorire il conflitto di interessi infragruppo. Il gestore di patrimoni individuali, non potendo incassare retrocessioni dai prodotti di terzi, avrà interesse a investire in prodotti della casa per aumentare almeno le masse e i ricavi del gruppo di appartenenza.

Dall'altra parte, però, lo "spettro" del conflitto d'interessi infra-gruppo potrebbe spingere i gestori a concentrarsi sui prodotti che garantiscono migliori performance alla propria gestione e maggiori ritorni per i gestori stessi.

Il pronunciamento del Cesr non è vincolante. È solo un principio di base privo di valenza normativa nei confronti dell'applicazione della direttiva a livello nazionale. Prima di novembre, data prevista per l'entrata in vigore della Mifid, le autorità di controllo italiane devono emanare un regolamento attuativo. Fino ad allora si discuterà su diverse possibili soluzioni, più o meno gradite agli operatori. Il dibattito è aperto.

Gianfranco Ursino

## Il conflitto di interessi

### PRE-MIFID

- ⊕ Obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati (Art. 21 TUF)
- ⊕ Obbligo di organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazione di conflitto di interesse, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (Art. 21 TUF)
- ⊕ Obbligo di vigilare per l'individuazione dei conflitti di interesse (Art. 27 Reg. Intermediari)
- ⊕ Obbligo di informare preventivamente per iscritto i clienti sulla natura e l'estensione del conflitto e obbligo di ottenere il consenso scritto dei clienti (Art. 27 Reg. Intermediari)

### POST-MIFID

- ⊕ Obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti (Art. 19 Direttiva 2004/39)
- ⊕ Obbligo di applicare disposizioni organizzative efficaci al fine di adottare misure destinate a evitare che i conflitti, incidano negativamente sugli interessi dei clienti (Art. 13 Dir.04/39)
- ⊕ Obbligo di adottare misure ragionevoli per accertare i conflitti d'interesse (Art.18Dir.04/39)
- ⊕ Quando non è possibile assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, occorre informare i clienti, prima di agire per loro conto (Art. 18 Direttiva 2004/39)
- ⊕ Tra le possibili cause di conflitto vi è la ricezione da una persona diversa dal cliente di un incentivo sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per il servizio al cliente (Art. 21 Direttiva 2006/73)

