



Focus on

***ULTIMI AGGIORNAMENTI DELLE
Q&A DELL'ESMA SU "MIFID II" E
"MIFIR"***

Luglio 2018

www.lascalaw.com

www.iusletter.com

Milano | Roma | Torino | Bologna | Firenze | Venezia | Vicenza | Padova | Ancona

redazione@iusletter.com



1. Premessa

A marzo scorso l'ESMA ha aggiornato le proprie Q&A relative all'attuazione della Direttiva 2014/65/UE (c.d. "MiFID II") e del Regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. "MiFIR").

Nell'aggiornamento sono state chiarite alcune questioni relative, in particolare, agli *inducements* e alla trasparenza su costi e addebiti.

2. *Inducement: budget per la ricerca per gruppi di prodotti o di conti*

Il primo chiarimento fornito dall'Autorità di vigilanza europea attiene al tema degli incentivi nell'ambito della ricerca di cui all'art. 13 della Direttiva Delegata 593/2017 (la "*Direttiva Delegata*"), la quale, come noto, afferma che per gli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafoglio o altri servizi di investimento la ricerca non è considerata un incentivo qualora sia ricevuta in cambio o di pagamenti diretti da parte dell'impresa di investimento sulle base delle proprie risorse, ovvero di pagamenti provenienti da un conto di pagamento per la ricerca controllato dall'intermediario e sottoposto ad una serie di condizioni e regole.

In particolare, proprio con riferimento alle modalità di funzionamento del conto di pagamento ed, in particolare, con riferimento al criterio di determinazione del *budget* per la ricerca, richiesto rispettivamente dagli artt. 13, paragrafo 1, lettera b), punto ii) e 13, paragrafo 2, lettera a) della Direttiva Delegata, l'ESMA ha chiarito che mentre il suddetto conto di pagamento può essere finanziato esclusivamente da uno specifico onere per la ricerca a carico del cliente, basato su un *budget* di ricerca determinato dalla medesima impresa di investimento, il *budget* può essere, invece, impostato anche per un gruppo di portafogli o di conti dei clienti, rispetto ai quali l'impresa ha stabilito esigenze di ricerca simili in relazione ai servizi di investimento resi ai propri clienti.

L'applicazione del suddetto criterio consentirebbe all'impresa di investimento di determinare un comune *budget* di ricerca o strategia di investimento, ad esempio, qualora i portafogli dei clienti avessero mandati ed obiettivi di investimento sufficientemente analoghi, in modo tale da consentire di uniformare le decisioni di investimento ai medesimi *input* di ricerca. Chiaramente,



L'impresa di investimento deve essere in grado di fornire evidenza dell'approccio adottato nell'impostazione e nella gestione del *budget* per il gruppo di conti clienti, nonché del fatto che l'utilizzo del *budget* sia coerente con il migliore interesse dei clienti, così come richiesto dall'articolo 13, paragrafo 6 della Direttiva Delegata. Inoltre, come previsto dal paragrafo 8 della medesima disposizione, l'impresa di investimento deve anche adottare una *policy* per la ricerca, da fornire ai propri clienti, nella quale venga illustrato l'approccio adottato.

Anche nelle ipotesi in cui venga fissato un *budget* per diversi portafogli, viene comunque richiesto all'impresa di investimento di identificare ogni onere di ricerca addebitato specificamente ad ogni singolo cliente al fine di finanziare il conto di pagamento per la ricerca. L'impresa di investimento deve, pertanto, dotarsi di un metodo trasparente per compiere un'equa ripartizione dei costi, ripartendoli tra tutti i conti dei clienti che ne beneficiano, ad esempio, in base al valore del portafoglio di ciascun cliente.

Chiaramente, le imprese di investimento sono, invece, tenute ad astenersi dall'impostare un *budget* per un gruppo di portafogli o di conti clienti che non condividono obiettivi di investimento ed esigenze di ricerca sufficientemente simili. Ad esempio, qualora i portafogli dovessero presentare differenze sostanziali nei tipi di strumenti finanziari e/o regioni geografiche o settori di mercato nei quali investono. Tale circostanza non consentirebbe, infatti, all'impresa di investimento di garantire che un *budget* sia utilizzato nel migliore interesse di tutti i clienti, potendo, invece, potenzialmente causare una ripartizione iniqua dei costi o dei benefici derivati dalla ricerca acquistata tra diversi gruppi di clienti.



3. *Inducement*: analisi macroeconomica e ricerca

Un ulteriore chiarimento fornito dall'Autorità di vigilanza sul medesimo tema, riguarda la possibilità di classificare l'attività di analisi macroeconomica alla stregua di una ricerca che possa essere pagata da un conto di pagamento per la ricerca, ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 1, lettera b), della Direttiva Delegata.

Sul punto l'ESMA rileva che, in realtà, il termine "analisi macroeconomica" possiede un connotato particolarmente ampio. Pertanto, se tale tipologia di attività potrà essere considerata come una "ricerca", ai fini di cui all'art. 13 paragrafo 1, lettera b), della Direttiva Delegata, dipenderà, di volta in volta, dalla sussistenza di diversi criteri, quali la natura e il contenuto della medesima, anche alla luce dei criteri indicati nel considerando 28 della Direttiva Delegata, il quale, come noto, fornisce un'interpretazione estensiva di come debba essere intesa la ricerca in grado di apportare valore aggiunto alle decisioni dell'impresa di investimento attraverso una varietà di strumenti finanziari e *asset class*.

In particolare, devono essere soddisfatte le seguenti condizioni:

- I. il materiale o il servizio devono riguardare uno o più strumenti finanziari o altri *assets*, o emittenti - attuali o potenziali - di strumenti finanziari, o essere strettamente correlato ad uno specifico settore o mercato che fornisca opinioni su strumenti finanziari, attività o emittenti all'interno di quel settore o mercato;
- II. il materiale o il servizio deve suggerire - esplicitamente o implicitamente - una strategia di investimento e fornire un giudizio motivato sul valore o sul prezzo presente o futuro di tali strumenti o *assets*, o contenere analisi e approfondimenti originali e giungere a conclusioni basate su informazioni, nuove o già esistenti, che potrebbero essere utilizzate al fine di suggerire una strategia di investimento in grado di aggiungere valore alle decisioni dell'impresa di investimento per conto dei clienti per conto dei clienti a cui la ricerca è addebitata.



Proseguendo, l'ESMA afferma inoltre che, sebbene alcune tipologie di materiale afferente alla ricerca macroeconomica possano essere di portata sufficientemente generale e ampia da non rientrare nella definizione, tuttavia, la maggior parte delle analisi macroeconomiche è probabile che - esplicitamente o implicitamente - suggerisca, invece, una strategia di investimento (ad esempio, fornendo opinioni sulle aspettative di inflazione, crescita economica, curva dei tassi di interesse o valute per determinati paesi o regioni).

D'altra parte, se l'analisi macroeconomica è classificata come "ricerca", ha il vantaggio che il relativo materiale di ricerca può, conformemente a quanto previsto dall'articolo 13 della Direttiva Delegata, essere ricevuto (e pagato) da un'impresa di investimento, compresi i consulenti (indipendenti) e i portfolio *manager*.

Qualora l'analisi macroeconomica comportasse l'assegnazione di risorse preziose da parte del relativo fornitore all'impresa di investimento, come previsto nel considerando 30 della Direttiva Delegata, o dovesse avere un rilevante valore materiale per l'impresa beneficiaria, non potrà costituire un beneficio non monetario minore conforme ai criteri di cui all'articolo 12, paragrafo 3, della Direttiva Delegata. In tale ipotesi, i portfolio *manager* e i consulenti indipendenti dovrebbero assumere una decisione commerciale di pagare l'attività di ricerca con proprie risorse, ovvero astenersi dall'accettare tali benefici o servizi. Le imprese che forniscono servizi diversi dovrebbero, invece, valutarla alla stregua di quanto previsto dall'articolo 24, paragrafo 9, della MiFID II, nonché delle relative disposizioni delegate.

Un'eccezione potrebbe essere costituita dall'ipotesi in cui un fornitore rendesse eventualmente pubblico e quindi apertamente disponibile a chiunque il materiale relativo alla analisi macroeconomica, ad esempio pubblicandolo su un sito web. Il materiale reso in questo modo disponibile potrebbe essere giustificato come un beneficio non monetario minore, che l'articolo 12, paragrafo 3, lettera a), della Direttiva Delegata, definisce come "informazioni relative a uno strumento finanziario o un servizio di investimento" di "natura generica".

In particolare, l'ESMA precisa che il concetto di "apertamente disponibile" dovrebbe intendersi nel senso che non vi sono condizioni o barriere, quali, ad esempio, un log-in, o la necessità di una previa iscrizione per accedere alla fruizione del materiale.



4. Trasparenza: KID dei PRIIP

Per quanto attiene, invece, al diverso tema della trasparenza su costi e addebiti, l'ESMA ha chiarito, inoltre, le modalità con le quali le imprese di investimento debbano rappresentare i costi dei prodotti di investimento e assicurativi preassemblati (PRIIP) destinati agli investitori al dettaglio nei documenti sintetici contenenti le informazioni-chiave (*Key Information Document* – “KID”).

Come noto, infatti, a norma del regolamento (UE) n. 1286/2014 (regolamento PRIIP) gli ideatori di prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (*packaged retail and insurance-based investment products*, PRIIP) sono tenuti a redigere documenti contenenti le informazioni chiave relativi a tali prodotti (KID) prima che i medesimi prodotti siano messi a disposizione degli investitori al dettaglio, mentre le persone che forniscono consulenza sui PRIIP o li vendono sono, invece, tenute a fornire agli investitori al dettaglio i documenti contenenti le informazioni chiave in tempo utile prima dell'acquisto dei prodotti.

In tale ambito l'ESMA ha quindi osservato che, in adempimento all'obbligo, previsto dalla Direttiva MiFID II, di determinare *ex ante* tutti i costi e gli oneri di uno strumento finanziario fondamentalmente, il KID deve contenere tutte le informazioni dettagliate sui costi e sugli oneri del PRIIP, coprendo tutte le componenti di costo dei PRIIP.

In particolare, sulla base della metodologia di calcolo descritta nell'Allegato VI delle norme tecniche di regolamentazione (RTS), i PRIIP devono calcolare l'importo totale dei costi su base annua, per investimenti standardizzati. Pertanto, i produttori di PRIIP devono indicare (i) i costi *una tantum*; (ii) i costi correnti, che includono costi e oneri relativi alle transazioni e (iii) i costi accessori.

Per calcolare la riduzione del rendimento, l'importo totale dei costi è convertito in valori che riflettono l'impatto annuale sul rendimento nell'*holding period* raccomandato. Le imprese di investimento potrebbero utilizzare i suddetti dati annuali grezzi come base per il calcolo dei costi. Per importi di investimento diversi da quelli standardizzati o per prodotti con strutture di tariffazione non lineari, le imprese di investimento devono, invece, modificare i dati del KID del



PRIIP. Salvo che i dati annuali siano già disponibili al pubblico, è probabile che un'impresa di investimento debba collaborare con i produttori dei PRIIP per ottenere tali dati.

Sabrina Galmarini

Partner

Team Regulatory

s.galmarini@lascalaw.com

