

# **Le Linee Guida sugli incentivi relativi agli OICVM e ai FIA e alla prestazione dei servizi d'investimento**

Avv. Barbara Bandiera

*([barbara.bandiera@rccllex.com](mailto:barbara.bandiera@rccllex.com))*

# Le Linee Guida sugli incentivi per SGR, SICAV e SICAF:

- sono state **elaborate da Assogestioni\***;
- sono state **validate dalla Consob in data 27 aprile 2015**, in esito alla procedura pubblicata il 2 maggio 2008 «*Policy per la validazione delle Linee Guida elaborate dalle Associazioni degli intermediari*»\*\*;

\* *Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio. Nata nel 1984 per iniziativa delle prime società di gestione, rappresenta oggi circa 300 associate, tra cui la maggior parte delle SGR italiane e delle società di investment management straniere operanti in Italia, diverse banche e imprese di assicurazione che operano nell'ambito della gestione individuale e della previdenza complementare. L'associazione assiste i suoi membri offrendo consulenza e supporto tecnico su tematiche legali, fiscali, operative e promuove un dialogo costante con gli operatori del settore e le istituzioni sui temi dell'investimento, della tutela del risparmio, della corporate governance e dell'innovazione regolamentare e operativa dell'industria. In ambito internazionale Assogestioni fa parte di EFAMA (European Funds and Asset Management Association), con cui collabora per lo sviluppo della normativa comunitaria e di un'efficace autoregolamentazione del settore europeo del risparmio gestito.*

\*\* *Cfr. il Comunicato di Assogestioni del 29 aprile 2015 recante «Disciplina sugli incentivi, Assogestioni mette al centro la qualità del servizio» in cui si legge quanto segue: «Roberta D'Apice, Direttore del settore legale dell'Associazione, sottolinea infine la **funzione della «validazione» delle Linee Guida ricevuta dalla Consob: «essa consente alle Società che intendessero adottarle di individuare un «porto sicuro», nel senso che i comportamenti operativi, ove conformi con le soluzioni applicative individuate nelle Linee Guida validate, saranno considerati dalla Consob in linea con il quadro normativo vigente».** Sarà dunque cura dell'Associazione, così come previsto nella Policy della Consob, provvedere alla pubblicazione sul proprio sito internet della lista delle Associate che avranno ritenuto di aderire alle Linee Guida validate dalla Consob».*

## Le Linee Guida sugli incentivi per SGR, SICAV e SICAF: *(Segue)*

- rappresentano uno **strumento di ausilio e supporto per l'adempimento** da parte delle Società\* **alla disciplina in materia di incentivi**. Esse pertanto **non sono né vincolanti né esaustive rispetto alle possibili scelte effettuate dalle Società**;
- **non alterano il significato della normativa** - legislativa, regolamentare e di livello 3 - **vigente** in materia, **né possono essere interpretate in tal senso**;

\* *Ai fini delle Linee Guida, si intende per «Società»: la SGR, la SICAV/SICAF.*

# Le Linee Guida sugli incentivi per SGR, SICAV e SICAF: *(Segue)*

- sono **suscettibili di adeguamento successivo**, a seguito di quanto emergerà a livello europeo, una volta completato il quadro normativo relativo alla direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II)\*;

\* Cfr. il Comunicato di Assogestioni del 29 aprile 2015 recante «Disciplina sugli incentivi, Assogestioni mette al centro la qualità del servizio» in cui si legge quanto segue: «**Le Linee Guida sono un cantiere aperto al servizio degli operatori e potranno essere oggetto di revisioni e integrazioni da parte dell'Associazione a seguito sia di un ulteriore confronto con le associate sia di quanto emergerà a livello europeo, una volta completato il quadro normativo relativo alla MiFID II**» conclude il Direttore settore legale di Assogestioni».

In relazione alla MiFID II, si veda quanto indicato nell'introduzione delle Linee Guida, ossia che:

- con la MiFID II il legislatore comunitario ha inteso innalzare la tutela degli investitori, da un lato, limitando ulteriormente la possibilità delle imprese che prestano i servizi d'investimento a maggior valore aggiunto (gestione di portafogli e consulenza su base indipendente) di percepire incentivi da parte di terzi, dall'altro, rafforzando il criterio dell'innalzamento della qualità del servizio previsto per il vaglio di ammissibilità dell'incentivo pagato o ricevuto a/da terzi;
- lo scorso 19 dicembre l'ESMA ha pubblicato il Final Report (Ref. ESMA/2014-1569) recante i pareri tecnici resi alla Commissione Europea per l'adozione, da parte della stessa Commissione, delle misure di secondo livello di implementazione della MiFID II. In tale contesto l'ESMA si è concentrata, con riferimento alla disciplina sugli incentivi, su quattro profili: (i) le condizioni che devono essere rispettate dalle imprese di investimento che offrono il servizio di consulenza su base indipendente o prestano il servizio di gestione di portafogli al fine di ottemperare al divieto di accettare e trattenere qualsiasi tipo di commissione o incentivo monetario o non monetario da parti terze; (ii) la definizione di benefici non monetari minori e le condizioni in presenza delle quali questi possono essere accettati in relazione alla prestazione del servizio di consulenza indipendente o di gestione di portafoglio; (iii) le condizioni che non consentono di qualificare gli incentivi, pagati o ricevuti da imprese di investimento che prestano ogni altro servizio d'investimento, come elementi di accrescimento della qualità del servizio offerto; (iv) le informazioni da fornire al cliente e gli aspetti organizzativi da adottare al fine di ottemperare alle previsioni della MiFID II.

## Le Linee Guida sugli incentivi per SGR, SICAV e SICAF: *(Segue)*

- perseguono il seguente **obiettivo**: porre le premesse per un **innalzamento della qualità del servizio nei confronti degli investitori**, assicurando nel contempo **regole certe per gli operatori** ai fini della corretta applicazione della normativa in materia con la conseguenza che i **comportamenti operativi**, ove **conformi alle soluzioni applicative individuate nelle Linee Guida**, saranno **considerati dalla Consob in linea con il quadro normativo vigente**;

# Le Linee Guida sugli incentivi per SGR, SICAV e SICAF: *(Segue)*

- si articolano in cinque parti:
  - la **parte I** delimita l'**ambito di applicazione** delle Linee Guida;
  - la **parte II** individua alcuni **presidi organizzativi** che i gestori devono adottare ai fini della corretta applicazione della disciplina in materia di incentivi;
  - le **parti III e IV** contengono **indicazioni** pressoché analoghe **per la concreta applicazione della disciplina degli incentivi riferite, rispettivamente, alla prestazione del servizio di gestione collettiva e alla prestazione dei servizi d'investimento;**
  - la **parte V** contiene alcuni **quesiti cui i gestori dovrebbero demandare la verifica di una corretta applicazione della disciplina sugli incentivi.**

# Scopo della disciplina sugli incentivi

La **disciplina** in tema di **incentivi** è **volta a rafforzare la tutela degli investitori, minimizzando**, per quanto possibile, **i rischi a cui questi possono essere esposti per effetto di pagamenti e prestazioni non monetarie che gli intermediari eseguono o ricevono in relazione alla prestazione di servizi di investimento, di servizi accessori e del servizio di gestione collettiva.**

# Incentivi - Fonti di riferimento a livello comunitario

## ■ Servizi d'investimento:

- **art. 26** della **direttiva** di secondo livello **2006/73/CE**, di esecuzione della direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID I) (prima);
- **art. 24** della **direttiva 2014/65/UE** (c.d. MiFID II) (ora).

## ■ Servizio di gestione collettiva:

- **art. 29** della **direttiva 2010/43/UE**, di esecuzione della direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV);
- **art. 24** del **Regolamento delegato (UE) n. 231/2013** di esecuzione della direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD).

Tale disciplina è costruita secondo il modello delineato nell'art. 26 della direttiva di secondo livello 2006/73/CE, di esecuzione della direttiva MiFID I. E' verosimile, dunque, che detta disciplina sarà destinata ad essere rivista non appena verrà completato il quadro normativo europeo relativo alla MiFID II.



# Incentivi - Fonti di riferimento a livello comunitario *(Segue)*

## ■ **Committee of European Securities Regulators (CESR)\*:**

- «**Inducements under MiFID**» (Ref: CESR/07-228b);
- «**Inducements: Report on good and poor practices**» (Ref: CESR/10-295);
- «**MiFID Supervisory Briefings – Inducements**» (Ref. CESR/08-734).

\* *Il CESR è stato sostituito dall'European Securities and Markets Authority (ESMA). Cfr. il Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 n. 1095 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.*

# Incentivi - Fonti di riferimento a livello nazionale

## ■ Servizi d'investimento:

- **art. 52 del Regolamento Intermediari**, adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007, così come modificato dalla delibera n. 19094 dell'8 gennaio 2015.

**Questa previsione si applica anche alla commercializzazione di quote o azioni di OICVM propri e di OICR di terzi, in virtù del rinvio previsto, rispettivamente, dagli artt. 76-bis e 77 del Regolamento Intermediari.**

## ■ Servizio di gestione collettiva:

- **art. 73 del Regolamento Intermediari.**

## Le Linee Guida tengono conto:

- delle **misure adottate dal CESR** con riferimento ai soli servizi di investimento;
- di quanto specificato dalla **Consob** nelle «**Prime linee di indirizzo in tema di inducement**» contenute nel **Documento sugli esiti della consultazione relativa al Regolamento Intermediari del 30 ottobre 2007**;
- dei **chiarimenti** forniti dalla **Consob** sull'ambito di applicazione dell'**art. 73 del Regolamento Intermediari**: **(i)** nel Documento sugli esiti della consultazione in materia di gestione collettiva del risparmio, concernente il recepimento della direttiva UCITS IV; **(ii)** nella Comunicazione della Consob n. DIN/9003258 del 14 gennaio 2009 avente ad oggetto le «*Misure di livello 3 concernenti la tematica della ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore*»; **(iii)** nel Documento sugli esiti della consultazione in materia di gestione collettiva del risparmio, concernente il recepimento della direttiva AIFM.

# MiFID II/UCITS IV/AIFMD

- **MIFID II** mira a: (i) creare un mercato finanziario integrato nel quale gli investitori siano efficacemente tutelati e (ii) salvaguardare l'efficienza e l'integrità del mercato nel suo insieme (tale direttiva, che riguarda solo i servizi d'investimento e non anche il servizio di gestione collettiva, dovrà essere recepita dagli Stati membri entro il 3 luglio 2016 e applicata a decorrere dal 3 gennaio 2017).
- **UCITS IV** concerne il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).
- **AIFMD** è finalizzata a garantire un elevato livello di tutela degli investitori creando un quadro comune per l'autorizzazione e la vigilanza dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA).

## Brevi cenni alla direttiva UCITS IV

**La direttiva 2009/65/CE** del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 (UCITS IV) – **concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) - introduce una serie di misure per promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito, attraverso regole che agevolano l'operatività transfrontaliera delle società di gestione.**

I profili di maggiore rilievo riguardano:

- a) le regole relative al c.d. passaporto dei gestori, che riconoscono alle società di gestione la possibilità di istituire e gestire OICR\* armonizzati in un paese diverso da quello di insediamento;
- b) le fusioni transfrontaliere di OICR\*;
- c) la creazione di strutture c.d. *master-feeder*;
- d) le regole in materia di organizzazione e controlli delle società di gestione nonché di gestione dei rischi degli OICR\*;
- e) le regole in materia di obblighi di condotta delle società di gestione e delle SICAV; la struttura e i contenuti della documentazione d'offerta da consegnare o da porre a disposizione degli investitori.

*\* Si precisa che, successivamente al recepimento della AIFMD, con la parola «OICR» si intendono sia gli OICVM che i FIA. Nella presente slide riguardante la direttiva UCITS IV è stata utilizzata la terminologia in uso precedentemente all'attuazione in Italia di AIFMD.*

## Brevi cenni alla direttiva AIFM

- **La direttiva 2011/61/UE** del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (c.d. **AIFMD**) - **concernente i gestori di fondi di investimento alternativi** e che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010\* - **introduce una serie di misure volte a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito, armonizzando la disciplina applicabile ai gestori (GEFIA) di fondi alternativi (FIA), vale a dire gli organismi di investimento collettivo non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV).**

\* *L'AIFMD è stata pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 1° luglio 2011. Essa è entrata in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella citata Gazzetta. Entro il 22 luglio 2013, gli Stati membri avrebbero dovuto adottare e pubblicare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi all'AIFMD. Gli Stati membri avrebbero dovuto applicare le menzionate disposizioni a decorrere dal 22 luglio 2013.*

## Brevi cenni alla direttiva AIFM *(Segue)*

- **L'AIFMD rappresenta** insieme alla direttiva volta a disciplinare le remunerazioni e i requisiti prudenziali nel settore bancario (direttiva 2010/76/CE, c.d. CRD III), **uno dei primi atti approvati sull'onda della crisi finanziaria che attua il doppio binario di «vigilanza macroprudenziale»**, finalizzata al controllo e alla valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dagli sviluppi macroeconomici e del sistema finanziario nel suo complesso **e «vigilanza microprudenziale»**, finalizzata a salvaguardare la stabilità dei partecipanti al mercato e a tutelare gli investitori.

## Brevi cenni alla direttiva AIFM *(Segue)*

- **L’AIFMD intende racchiudere in un unico ambito normativo tutte le forme giuridiche e le strategie di investimento alternative a quelle regolate dalla UCITS IV e dalle sue disposizioni attuative. Rientrano, pertanto, nell’ambito di applicazione una vasta gamma di strumenti:** dai più semplici fondi aperti che non soddisfano i requisiti definiti dalla UCITS IV, ai fondi di investimento in specifiche attività illiquide come i fondi immobiliari, i fondi di *private equity*, infrastrutture, *commodities* e altre ancora.



## Brevi cenni alla direttiva AIFM *(Segue)*

A seguito dell'entrata in vigore dell'AIFMD, tutti gli **organismi di investimento collettivo del risparmio europeo** vengono **ricondotti a due categorie**:

- **fondi emessi in conformità alla UCITS IV che investono in valori mobiliari e sono destinati principalmente ad investitori al dettaglio;**
- **fondi di investimento alternativi (FIA) emessi da gestori (GEFIA) che operano in conformità all'AIFMD, commerciabili liberamente (c.d. «passaporto europeo») fra investitori professionali**, secondo la definizione stabilita dalla MiFID. La commercializzazione di tali prodotti a investitori al dettaglio è, invece, esclusa dall'ambito di armonizzazione e rimessa a regole definite a livello nazionale.

### **L'AIFMD:**

- **non rappresenta un regime cui conformarsi su base volontaria**, come quello definito dalla UCITS IV;
- **consente l'accesso al mercato a gestori *extra* europei** mentre la UCITS IV richiede che gli stessi debbano stabilirsi nell'Unione;
- non contiene una specifica disciplina dei fondi, ma **si limita a regolare i gestori di fondi alternativi e i soggetti depositari**. Al contrario, la UCITS IV, con la finalità di favorire la creazione di un mercato interno di fondi destinato a investitori *retail* contiene diverse norme che conformano la strutturazione dei fondi, imponendo, ad esempio, requisiti di diversificazione e limitazione dei rischi.

## Brevi cenni alla direttiva AIFM *(Segue)*

- Il **principale beneficio** derivante dal regime europeo sarà quello di **armonizzare le regole di autorizzazione e funzionamento dei gestori, garantendo alle autorità competenti le informazioni utili alla vigilanza macro e micro prudenziale**, piuttosto che quello di conformare la struttura dei fondi in modo che alcuni rischi vengano contenuti, per favorirne la commercializzazione a investitori al dettaglio (che caratterizza il regime UCITS), ovvero per favorire gli investimenti in determinati settori dell'economia, attraverso la definizione di altri statuti relativi ai gestori di specifiche categorie di fondi destinati a investitori professionali o particolari categorie di investitori «qualificati» (quali i fondi per il *venture capital* – EuVECA – e i fondi per l'imprenditoria sociale – EuSEF e, in prospettiva, i fondi europei di investimento a lungo termine – Eltif -, oggetto di specifici interventi, che prevedono anche indicazioni e limitazioni alla composizione dei portafogli di investimento).

## Brevi cenni alla direttiva AIFM *(Segue)*

- L'obiettivo dell'AIFMD è quello di **ripristinare la fiducia, in primo luogo da parte degli investitori professionali, nella capacità dell'industria di allocare i risparmi in modo efficace, finanziando attività a valore attuale netto positivo, ed efficiente, in modo che il possibile trasferimento sulle strutture commissionali dei costi di conformità non eroda la convenienza degli investimenti, sostenendo la domanda di prodotti alternativi, accanto a quella dei meno rischiosi prodotti UCITS.**

*(Fonte: Relazione della Consob sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione – Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)).*

# AIFMD: definizioni di FIA e GEFIA

Ai fini dell'AIFMD si intende per:

- «**FIA**», gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che:
  - i. raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e
  - ii. non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'art. 5 della direttiva 2009/65/CE;
- «**GEFIA**», le persone giuridiche che esercitano abitualmente l'attività di gestione di uno o più FIA.

*(Art. 4 dell'AIFMD)*

## Le Linee Guida si rivolgono alle:

- «**Società di gestione del risparmio**» (**SGR**) (società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio);
- «**Società di investimento a capitale variabile**» (**SICAV**) (OICR aperto\* costituito in forma di società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni);

\* L'«Organismo di investimento collettivo del risparmio» (OICR) è l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata (Cfr. art. 1, comma 1, lettera k), del Testo Unico della Finanza).

L'«OICR aperto» è l'OICR i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'OICR (Cfr. art. 1, comma 1, lettera k-bis), del Testo Unico della Finanza).

## Le Linee Guida si rivolgono alle: *(Segue)*

- «**Società di investimento a capitale fisso**» (**SICAF**) (OICR chiuso\* costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi).

L'attuale definizione di SICAV e la definizione di SICAF (Cfr. art. 1, comma 1, lettere i) e *i-bis*), del Testo Unico della Finanza) si devono al D.Lgs. 4 marzo 2014, n. 44 recante «*Attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010*».

\* L'«OICR chiuso» è l'OICR diverso da quello aperto (Cfr. art. 1, comma 1, lettera k-ter), del Testo Unico della Finanza).

# Linea Guida n. 1 - Definizioni

- «**Società**»: la SGR, la SICAV/SICAF;
- «**OICVM**»: il fondo comune d'investimento e la SICAV rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE;
- «**FIA**»: il fondo comune d'investimento, la SICAV e la SICAF rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE;
- «**OICR**»: gli OICVM e i FIA;
- «**gestione collettiva del risparmio**»: il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi;
- «**servizi**»: il servizio di gestione di portafogli, i servizi accessori di cui all'art. 1, comma 6, lettera a), del TUF limitatamente alle quote di OICR gestiti, il servizio di consulenza in materia di investimenti, la commercializzazione di OICR di terzi, la commercializzazione di OICVM propri, il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, qualora la Società sia autorizzata a prestare il servizio di gestione di FIA;
- «**investitore**»: il soggetto cui la Società presta il servizio di gestione collettiva;
- «**cliente**»: il soggetto cui la Società presta i servizi;
- «**pagamenti**»: i compensi, le competenze, le commissioni o le prestazioni non monetarie.

# Ambito di applicazione delle Linee Guida:

- 1) **Le Linee Guida si applicano ai pagamenti eseguiti o ricevuti dalle Società in relazione:**
  - a) **alla prestazione del servizio di gestione collettiva;**
  - b) **alla prestazione dei servizi.**
- 2) **I pagamenti di cui al paragrafo 1 includono le commissioni e le competenze standard in uno specifico mercato (cc.dd. *standard commissions o fees*).**
- 3) **Le Linee Guida, in conformità agli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari, si applicano:**
  - a) **ai pagamenti di cui al paragrafo 1 eseguiti nei confronti di o ricevuti da investitori/clienti *retail* o investitori/clienti professionali;**
  - b) **ai pagamenti indiretti ivi inclusi gli sconti;**
  - c) **indipendentemente dalla circostanza che i pagamenti siano eseguiti nei confronti di o ricevuti da un soggetto di gruppo ovvero non di gruppo;**
  - d) **ai pagamenti eseguiti da terzi a un soggetto rilevante, quando tale soggetto agisce per conto delle Società in relazione alla prestazione delle attività indicate nel paragrafo 1.**



# Ambito di applicazione delle Linee Guida: *(Segue)*

- 4) **Le Linee Guida**, in conformità agli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari, **non si applicano ai seguenti pagamenti:**
- a) **ai pagamenti interni alle Società** come, ad esempio, i compensi ai promotori finanziari e i pagamenti eseguiti nell'ambito dei programmi aziendali con oggetto premi retributivi;
  - b) **ai dividendi pagati dalle Società ai propri azionisti;**
  - c) **ai pagamenti relativi alla esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti dei servizi di cui al paragrafo 1.**

*(Linea Guida n. 2)*

# Divieto di ricevere o corrispondere incentivi

Le Linee Guida prevedono che **le Società si astengano dall'eseguire o dal percepire pagamenti, quando non ricorre una delle eccezioni o non vengano rispettate**, a seconda dei casi, **le condizioni previste dall'art. 52 del Regolamento Intermediari, nonché dall'art. 73 del medesimo Regolamento Intermediari.**

*(Linea Guida n. 3)*

# Presidi organizzativi in materia di incentivi

Le Linee Guida stabiliscono che **le Società**:

- **ai fini della corretta applicazione della disciplina in materia di incentivi**, non facciano affidamento esclusivamente sulla politica di gestione dei conflitti di interesse, ma **adottino apposite misure e procedure\***;

*\* Le Società devono adottare un'adeguata struttura organizzativa che, mediante idonee misure e procedure, consenta di percepire o corrispondere esclusivamente incentivi legittimi.*

*Le misure e le procedure adottate devono consentire di registrare ogni attività di rilievo in materia di incentivi.*

*Le procedure dovrebbero includere le misure per mantenere le registrazioni delle informazioni in materia di incentivi comunicate ai clienti/investitori.*

*Le procedure adottate dalle Società devono articolarsi in tre fasi volte rispettivamente all'identificazione, alla classificazione e alla valutazione dei pagamenti eseguiti o ricevuti.*

*Le Società devono esaminare gli incentivi prima che gli accordi che li prevedono siano conclusi o, se già esistenti, siano modificati, allo scopo di poter apportare tempestivamente le variazioni necessarie ai fini della normativa applicabile.*

# Presidi organizzativi in materia di incentivi *(Segue)*

- **definiscano le misure e le procedure** idonee ad assicurare la conformità alla disciplina in materia di incentivi, di cui agli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari, **mediante il diretto coinvolgimento dell'alta dirigenza\*** e della funzione di *compliance*.

*(Linee Guida nn. 4 e 5)*

**\* L'alta dirigenza approva la politica in materia di incentivi**, contenente anche le misure e le procedure idonee ad assicurare la conformità alla disciplina in materia di incentivi, **sulla base delle proposte formulate dalla funzione di compliance e dalle unità organizzative pertinenti**; detta politica può essere contenuta in un apposito documento ovvero può confluire all'interno di altri documenti.

# Pagamenti legittimi

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

Le Linee Guida dispongono che le Società considerino **legittimi** i seguenti pagamenti tra le Società medesime e l'OICR:

- **i pagamenti effettuati direttamente dall'OICR** (ad esempio, le commissioni di gestione);
- **i pagamenti effettuati da una persona che agisce per conto di un OICR;**
- **i pagamenti effettuati direttamente all'OICR** (ad esempio, retrocessioni di commissioni accreditate dalla Società all'OICR);
- **i pagamenti effettuati ad una persona che agisce per conto di un OICR.**

Le Società devono considerare **legittimi** altresì **i cc.dd. compensi adeguati e i pagamenti** eseguiti nei confronti di un terzo o ricevuti da un terzo o da chi agisce per conto del terzo in relazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva, **quando sono soddisfatte determinate condizioni.**

*(Linee Guida nn. 6, 7 e 8)*

## Pagamenti legittimi *(Segue)*

### ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi

Le Linee Guida richiedono che le Società considerino **legittimi** i seguenti pagamenti tra le Società medesime e i clienti a cui sono prestati i servizi:

- **i pagamenti effettuati direttamente dai clienti** (ad esempio, le commissioni di sottoscrizione di uno UCITS pagate dall'investitore alla Società);
- **i pagamenti effettuati da un terzo che agisce per conto del cliente** (ad esempio, i pagamenti effettuati da un commercialista o un avvocato, che operi per conto del cliente sulla base di una procura generale o di una delega specifica);
- **i pagamenti effettuati a favore dei clienti** (ad esempio, le commissioni di rimborso di un OICVM);
- **i pagamenti effettuati ad un terzo che agisce per conto dei clienti.**

Le Società devono considerare **legittimi** altresì **i cc.dd. compensi adeguati e i pagamenti** eseguiti nei confronti di un terzo o ricevuti da un terzo o da chi agisce per conto del terzo in relazione alla prestazione di servizi, **quando sono soddisfatte determinate condizioni.**

*(Linee Guida nn. 10, 11 e 12)*

# Accrescimento della qualità del servizio

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

Relativamente all'innalzamento della qualità del servizio, le Linee Guida prevedono che, **al fine di dimostrare se un pagamento, eseguito nei confronti di terzi o ricevuto dalla Società, sia volto ad accrescere la qualità del servizio di gestione collettiva, le Società,** in adempimento alle disposizioni in materia di presidi organizzativi:

- **predispongano una lista interna dei pagamenti ricevuti o pagati da/a un terzo in relazione al servizio di gestione collettiva;**
- **indichino le modalità con cui utilizzano o intendono utilizzare i pagamenti al fine di innalzare la qualità del servizio;**
- **indichino i criteri sulla base dei quali è verificato l'innalzamento della qualità del servizio.**

*(Linea Guida n. 8.1)*

# Accrescimento della qualità del servizio *(Segue)*

Le Linee Guida individuano anche alcune **fattispecie in cui è possibile presumere che sia soddisfatta la condizione dell'innalzamento della qualità del servizio di gestione collettiva**. In particolare, quando:

- **il distributore abbina al proprio servizio il servizio di consulenza in materia di investimenti\***;
- **la retrocessione consente all'investitore di avere accesso ad una più ampia gamma di prodotti, con una conseguente prospettiva di *open architecture***;
- **il distributore si impegna nei confronti dell'investitore ad ampie forme di «assistenza», soprattutto in fase di «*post vendita*».**

*(Linea Guida n. 8.1.1)*

*\* Tale ipotesi recepisce quanto disposto dal considerando 39 della direttiva 2006/73/CE in materia di consulenza. Detto considerando, infatti, presume che i pagamenti di terzi ricevuti da un intermediario e legati al servizio di consulenza in materia di investimenti o di raccomandazioni generali in materia di investimenti da questo prestati, nella misura in cui quei pagamenti non pregiudichino il servizio reso all'investitore, sono considerati legittimi in quanto volti ad accrescere la qualità del servizio fornito all'investitore.*



# Accrescimento della qualità del servizio *(Segue)*

## ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi

Relativamente all'**innalzamento della qualità del servizio**, le Linee Guida prevedono che, **al fine di dimostrare se un pagamento, eseguito nei confronti di terzi o ricevuto dalla Società, sia volto ad accrescere la qualità del servizio, le Società**, in adempimento alle disposizioni in materia di presidi organizzativi:

- **predispongano una lista interna dei pagamenti ricevuti o pagati da/a un terzo in relazione al servizio prestato;**
- **indichino le modalità con cui utilizzano o intendono utilizzare i pagamenti al fine di innalzare la qualità del servizio;**
- **indichino i criteri sulla base dei quali è verificato l'innalzamento della qualità del servizio.**

*(Linea Guida n. 12.1)*

# Accrescimento della qualità del servizio *(Segue)*

Le Linee Guida individuano anche alcune **fattispecie in cui è possibile presumere che sia soddisfatta la condizione dell'innalzamento della qualità del servizio di gestione**. In particolare, quando:

- **il distributore abbina alla commercializzazione il servizio di consulenza in materia di investimenti\*;**
- **la retrocessione consente al cliente di avere accesso ad una più ampia gamma di servizi di gestione di portafogli, con una conseguente prospettiva di *open architecture*;**
- **il distributore si impegna nei confronti del cliente ad ampie forme di «assistenza», soprattutto in una fase successiva alla commercializzazione del servizio.**

*(Linea Guida n. 12.1.1)*

*\* Tale ipotesi recepisce quanto disposto dal considerando 39 della direttiva 2006/73/CE in materia di consulenza. Detto considerando, infatti, presume che i pagamenti di terzi ricevuti da un intermediario e legati al servizio di consulenza in materia di investimenti o di raccomandazioni generali in materia di investimenti da questo prestati, nella misura in cui quei pagamenti non pregiudichino il servizio reso al cliente, sono considerati legittimi in quanto volti ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente.*

# Retrocessione di commissioni di gestione al distributore

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

Le Linee Guida riconoscono alle **Società** la **facoltà di fare affidamento sugli impegni contrattuali assunti dai distributori nei loro confronti** per assicurare l'idoneità dell'attività prestata ad aumentare la qualità del servizio offerto e il rispetto del miglior interesse degli investitori finali.

Nello specifico, le Linee Guida richiedono alle **Società** di **verificare il rispetto dei suddetti impegni contrattuali mediante acquisizione di un apposito riscontro documentale** (ad esempio, in forma di reportistica su base annuale o *memorandum* del distributore sull'attività svolta nella prospettiva dell'innalzamento della qualità del servizio).

*(Linea Guida n. 8.1.1)*

# Retrocessione di commissioni di gestione al distributore *(Segue)*

## ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi

Le Linee Guida riconoscono alle **Società** la **facoltà di fare affidamento sugli impegni contrattuali assunti dai distributori nei loro confronti** per assicurare l'idoneità dell'attività prestata ad aumentare la qualità del servizio offerto e il rispetto del miglior interesse dei clienti finali.

Nello specifico, le Linee Guida richiedono alle **Società** di **verificare il rispetto dei suddetti impegni contrattuali mediante acquisizione di un apposito riscontro documentale** (ad esempio, in forma di reportistica su base annuale o *memorandum* del distributore sull'attività svolta nella prospettiva dell'innalzamento della qualità del servizio).

*(Linea Guida n. 12.1.1)*

## **Focus sulla Linea Guida n. 12.1.5\***

- 1) La **percezione da parte delle Società che commercializzano quote o azioni di OICR gestiti da terzi, di commissioni di gestione retrocesse dai *product providers* possono considerarsi volte ad accrescere la qualità del servizio prestato al cliente, quando** ricorra almeno una delle seguenti fattispecie:
  - a) **le Società abbinano alla commercializzazione il servizio di consulenza in materia di investimenti;**
  - b) **la retrocessione consente al cliente di avere accesso ad una più ampia gamma di OICR, con una conseguente prospettiva di *open architecture*;**
  - c) **le Società si impegnano nei confronti del cliente ad ampie forme di «assistenza», soprattutto in fase di «*post-vendita*».**

*\* La Linea Guida n. 12.1.5 (Retrocessioni di commissioni di gestione dalla società dell'OICR target alla Società che commercializza l'OICR o che presta il servizio di consulenza) è prevista nella parte IV relativa agli incentivi riguardanti la prestazione di servizi.*

## **Focus sulla Linea Guida n. 12.1.5** **(Segue)**

- 2) Quando le **Società commercializzano quote o azioni di OICR gestiti da terzi in abbinamento alla consulenza in materia di investimenti**, le Società adottano apposite **misure per assicurare che le retrocessioni percepite non ostacolino l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti**; le misure predisposte includono - senza essere limitate a - rigorosi *test* di adeguatezza, politica di gestione dei conflitti di interesse e specifici controlli da parte della funzione di *compliance*\*.

\* Il CESR, nel documento contenente «*Inducements: Report on good and poor practices*» (Ref: CESR/10-295), ha specificato che l'intermediario dovrebbe adottare delle misure per assicurare che i pagamenti ricevuti non generino, a causa dei diversi livelli delle commissioni, una consulenza che non sia nel miglior interesse del cliente; in tale contesto, secondo il CESR, la più rilevante forma di controllo è costituita dalle misure adottate in materia di valutazione di adeguatezza. Gli intermediari dovrebbero comunque aggiungere ai rigorosi test di adeguatezza altre misure - come, ad esempio, la politica di gestione dei conflitti di interesse e i controlli della funzione di *compliance* - volte a garantire che la consulenza in materia di investimenti non sia distorta a causa degli incentivi percepiti.

## **Focus sulla Linea Guida n. 12.1.5**

**(Segue)**

- 3) Le Società non considerano ammissibili pagamenti «*one-off bonus*» se le vendite di un certo OICR raggiungono un livello concordato con la società prodotto. Costituisce modalità di retrocessione ammessa, in quanto non contrastante con il divieto di «*one-off bonus*», l'articolazione del meccanismo di retrocessione in aliquote o scaglioni in ragione dei volumi collocati e del mantenimento delle masse in gestione, fermo restando il rispetto dell'obbligo della Società di agire in modo onesto, equo e professionale nell'interesse dei clienti.
- 4) Quando le **Società prestano il servizio di consulenza a fronte di retrocessioni dai *product providers***, le Società adottano **procedure idonee ad evitare che il proprio personale formuli raccomandazioni ai clienti in funzione delle commissioni percepite indipendentemente dalla considerazione dell'interesse del cliente\***.

*\* I pagamenti percepiti dai product providers diretti a remunerare la consulenza in materia di investimenti possono ostacolare l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti, quando le Società incoraggiano i propri consulenti, mediante apposite politiche remunerative, a raccomandare quei prodotti che generano le retrocessioni più elevate in contrasto con il miglior interesse del cliente.*

# Prestazioni non monetarie

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

Le Linee Guida:

- prevedono che, **al fine di valutare in concreto la liceità dell'incentivo non monetario corrisposto dalla Società, dovrà tenersi altresì conto della «ragionevolezza e proporzionalità» dello stesso;**
- **riportano un elenco, non tassativo, di tipologie di prestazioni non monetarie che le Società possono considerare come volte ad accrescere la qualità del servizio di gestione collettiva e idonee ad essere pagate o ricevute senza nuocere il dovere di agire nel miglior interesse degli OICR/investitori;**
- **dettano un elenco di prestazioni non monetarie, comunque non ammissibili.** Trattasi di fattispecie nelle quali non sussiste un collegamento con il servizio prestato all'investitore, anche tenendo conto di alcuni esempi forniti al riguardo dal CESR (Cfr. il documento del CESR recante «*Inducements under MiFID*» (Ref: CESR/07-228b), pp. 14 e 15).

(Linea Guida n. 8.1.2)



# Prestazioni non monetarie *(Segue)*

## ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi

Le Linee Guida:

- prevedono che, **al fine di valutare** in concreto **la liceità dell'incentivo non monetario corrisposto dalla Società, dovrà tenersi altresì conto della «ragionevolezza e proporzionalità» dello stesso;**
- **riportano un elenco, non tassativo, di tipologie di prestazioni non monetarie che le Società possono considerare come volte ad accrescere la qualità del servizio e idonee ad essere pagate o ricevute senza nuocere il dovere di agire nel miglior interesse dei clienti;**
- **dettano un elenco di prestazioni non monetarie, comunque non ammissibili.** Trattasi di fattispecie nelle quali non sussiste un collegamento con il servizio prestato al cliente, anche tenendo conto di alcuni esempi forniti al riguardo dal CESR (Cfr. il documento del CESR recante «*Inducements under MiFID*» (Ref: CESR/07-228b), pp. 14 e 15).

*(Linea Guida n. 12.1.2)*

# Ricerca

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

Con riferimento specifico alla ricerca in materia di investimenti, le Linee Guida riprendono, sviluppandolo, quanto previsto dalla Consob nella Comunicazione n. DIN/9003258 del 14 gennaio 2009 avente ad oggetto le «*Misure di livello 3 concernenti la tematica della ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore*».

In particolare, le Linee Guida prevedono che **quando i beni e i servizi comprendono la fornitura di ricerca, le Società debbano considerare soddisfatto il requisito dell'accrescimento della qualità del servizio dalla stessa prestato se la ricerca:**

- **è in grado di fornire valore aggiunto al servizio di gestione collettiva prestato dalla Società;**
- **rappresenta un'elaborazione originale, mediante considerazioni e valutazioni critiche di fatti nuovi o già esistenti, e non la mera ripetizione o riformulazione di dati esistenti o già diffusi;**
- **è rigorosa e non si limita ad affermare ciò che è comunemente noto o evidente;**
- **comprende un'analisi o una elaborazione di dati volte a raggiungere conclusioni significative. Non può considerarsi soddisfatta la condizione di significatività della ricerca quando tale ricerca include informazioni sui prezzi o prezzi storici che non sono stati analizzati o elaborati al fine di fornire alla Società conclusioni significative.**

**La ricerca fornita deve essere apprezzabile autonomamente rispetto agli altri servizi forniti dal negoziatore (c.d. *unbundling*) e deve sempre essere rispettata la *best execution*.**  
(Linea Guida n. 8.1.8)

## Ricerca *(Segue)*

### ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi

Con riferimento specifico alla ricerca in materia di investimenti, le Linee Guida riprendono, sviluppandolo, quanto previsto dalla Consob nella Comunicazione n. DIN/9003258 del 14 gennaio 2009 avente ad oggetto le «*Misure di livello 3 concernenti la tematica della ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore*».

In particolare, le Linee Guida prevedono che **quando i beni e i servizi comprendono la fornitura di ricerca, le Società debbano considerare soddisfatto il requisito dell'accrescimento della qualità del servizio dalla stessa prestato se la ricerca:**

- **è in grado di fornire valore aggiunto al servizio prestato dalla Società nei confronti dei clienti;**
- **rappresenta un'elaborazione originale, mediante considerazioni e valutazioni critiche di fatti nuovi o già esistenti, e non la mera ripetizione o riformulazione di dati esistenti o già diffusi;**
- **è rigorosa e non si limita ad affermare ciò che è comunemente noto o evidente;**
- **comprende un'analisi o una elaborazione di dati volte a raggiungere conclusioni significative. Non può essere considerata soddisfatta la condizione di significatività della ricerca quando tale ricerca include informazioni sui prezzi o prezzi storici che non sono stati analizzati o elaborati al fine di fornire alla Società conclusioni significative.**

**La ricerca fornita deve essere apprezzabile autonomamente rispetto agli altri servizi forniti dal negoziatore (c.d. *unbundling*) e deve sempre essere rispettata la *best execution*.**  
*(Linea Guida n. 12.1.7)*

# Trasparenza degli incentivi corrisposti o percepiti a o da terzi

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

In merito all'obbligo di *disclosure* all'investitore sugli incentivi, le Linee Guida stabiliscono che **le Società**:

- **debbano fornire l'informativa sugli incentivi, in modo chiaro, completo, accurato e comprensibile, in via preventiva rispetto alla prestazione del servizio di gestione collettiva;**
- **debbano fornire gratuitamente l'informativa sintetica o l'informativa dettagliata agli investitori mediante un supporto duraturo e in un formato facilmente accessibile;**
- **possano tenere conto, ai fini della definizione del contenuto dell'informativa, della circostanza che l'investitore a cui questa è diretta sia un investitore al dettaglio ovvero un investitore professionale.**

(Linea Guida n. 8.2)

# Trasparenza degli incentivi corrisposti o percepiti a o da terzi (Segue)

## ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi\*

In merito all'obbligo di *disclosure* al cliente sugli incentivi, le Linee Guida stabiliscono che **le Società**:

- **debbano fornire l'informativa sugli incentivi in via preventiva, in modo chiaro, completo, accurato e comprensibile, rispetto alla prestazione dei servizi;**
- **debbano fornire gratuitamente l'informativa sintetica o l'informativa dettagliata a clienti mediante un supporto duraturo e in un formato facilmente accessibile;**
- **possano tenere conto, ai fini della definizione del contenuto dell'informativa, della circostanza che il cliente a cui questa è diretta sia un cliente al dettaglio ovvero un cliente professionale.**

(Linea Guida n. 12.2)

\* Per le Società che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti e che commercializzano quote o azioni di OICR di terzi, si veda, in particolare, il paragrafo 10 della Linea Guida n. 12.2.

# Aggiornamento delle informazioni sulla natura e sulle caratteristiche degli incentivi

## ■ Incentivi riguardanti gli OICR

Le Linee Guida prevedono che le **Società**:

- **mantengano aggiornate le informazioni fornite agli investitori sugli incentivi;**
- **rendano tempestivamente disponibile sul proprio sito *Internet* ogni modifica rilevante della natura e delle caratteristiche degli incentivi applicati, portandola a conoscenza degli investitori in occasione della prima comunicazione periodica successiva alla **modifica** (ad esempio, in occasione della comunicazione periodica di cui all'art. 19 del Regolamento Emittenti).**

*(Linea Guida n. 9)*

# Aggiornamento delle informazioni sulla natura e sulle caratteristiche degli incentivi *(Segue)*

## ■ Incentivi riguardanti la prestazione di servizi

Le Linee Guida prevedono che le **Società**:

- **mantengano aggiornate le informazioni fornite ai clienti sugli incentivi;**
- **rendano tempestivamente disponibile sul proprio sito *Internet* ogni modifica rilevante della natura e delle caratteristiche degli incentivi applicati, portandola a conoscenza dei clienti in occasione della prima comunicazione periodica successiva alla modifica.**

*(Linea Guida n. 13)*

# Verifica dell'applicazione della disciplina sugli incentivi

Le valutazioni contenute nella Linea Guida n. 14 (*Valutazioni da parte della Società*) sono state sviluppate sulla base di quelle inserite nel documento del CESR recante «*Inducements: Report on good and poor practices*» (Ref: CESR/10-295), nonché nel documento «*MiFID Supervisory Briefings – Inducements*», Ref. CESR/08-734 (Cfr. pp. 2 ss.), ove il CESR fornisce degli esempi di domande utili alle Autorità di vigilanza per vagliare la conformità, da parte delle Società, alla disciplina in materia di *inducement* e, in particolare agli oneri di: (i) classificazione dei pagamenti e adozione di meccanismi e procedure; (ii) informativa e (iii) accrescimento della qualità del servizio fornito nonché dovere di agire nel miglior interesse del cliente.

In conformità alla citata Linea Guida n. 14, **le Società**, ai fini della corretta applicazione della disciplina in materia di incentivi, **effettuano** almeno le seguenti valutazioni:

- **valutazioni volte a dare applicazione alle Linee Guida in materia di misure e procedure in materia di incentivi;**
- **valutazioni volte a dare applicazione alle Linee Guida in materia di innalzamento della qualità del servizio e obbligo di servire al meglio gli interessi dell'OICR/dell'investitore/del cliente\*;**
- **valutazioni volte a dare applicazione alle Linee Guida in materia di *disclosure* degli incentivi.**

\* Cfr. la valutazione che deve essere effettuata dalle Società ai sensi della lettera t) della Linea Guida n. 14: «*In che modo la Società assicura che la consulenza o le raccomandazioni generali fornite ai loro clienti non sono influenzate dai pagamenti ricevuti?*».



---

## **Studio Legale Riolo Calderaro Crisostomo e Associati**

Via Boschetti, 1  
20121 Milano

Tel. +39 02 32 160 400

Fax +39 02 32 161 400

Email: [segreteria@rccllex.com](mailto:segreteria@rccllex.com)