



MiFID II

Notiziario di aggiornamento sulla Direttiva 2014/65/UE

in collaborazione con AICOM – Associazione Italiana Compliance

Tra le molte novità derivanti dall'applicazione della MiFID II, i media hanno generalmente teso a enfatizzare gli obiettivi dell'aumento della tutela per gli investitori e della promozione di una maggiore trasparenza ed efficienza dei mercati finanziari, con particolare attenzione sulla pubblicizzazione dei costi sostenuti dai piccoli risparmiatori.

In realtà, se da un lato la MiFID II amplia le prassi informative in favore degli investitori, dall'altro – per la complessità della normativa e delle sue implicazioni organizzative e operative, talmente evidenti da far rinviare di quasi due anni l'attuazione delle nuove regole – rappresenta un'incognita rilevante per i lavoratori del settore bancario e finanziario, senza peraltro che siano stati rimosse quelle che come First Cisl da anni segnaliamo come le maggiori criticità relative all'attuazione italiana della direttiva MiFID.

Da tempo come First Cisl proponiamo alcuni interventi, di non complessa adozione, che sicuramente andrebbero a vantaggio sia dei risparmiatori, sia di chi opera nelle filiali, valorizzandone la professionalità e, nel contempo, proteggendolo dai possibili rischi indotti dall'insostenibilità della pressione alla vendita.

Il primo è l'istituzione di una centrale MiFID, cioè un unico questionario MiFID per tutte le banche, da inserire in un software di sistema gestito da Consob. Ogni cittadino sarebbe censito per la sua propensione al rischio finanziario una sola volta per tutte le banche e ogni innalzamento del profilo sarebbe sottoposto a verifica della vigilanza.

Il secondo è la responsabilizzazione di Consob rispetto alla valutazione sulla rischiosità dei prodotti finanziari emessi. Come noto, attualmente il rating del prodotto finanziario è valutato dall'intermediario e a causa di questo criterio è stato possibile destinare alla vendita, come poco rischiose, le obbligazioni junior di banche in crisi.

La terza proposta è l'abolizione delle vendite a finestra temporale, cioè con un periodo di tempo limitato per collocare l'intero stock, perché è evidente che questa possibilità sia in contrasto con l'obbligo di non sollecitare l'acquisto ai clienti.

La quarta è quella di istituire la presenza di esperti, rappresentanti dei lavoratori e delle istituzioni, negli organi di controllo aziendali, a partire dalle Compliance, per evitare che i controlli siano totalmente subordinati alle volontà aziendali.

La quinta è quella di obbligare le banche a mettere a disposizione dei clienti una solida formazione per l'educazione finanziaria.

Anche di recente, la stampa ha sottolineato la fondatezza delle nostre proposte, che continueremo a rappresentare alla politica e alle istituzioni finanziarie.

Nel frattempo, First Cisl intende affiancare le colleghe e i colleghi nell'affrontare le difficoltà operative correlate all'introduzione della MiFID II. Lo faremo con una serie di contributi che prenderanno in esame non solo la normativa nella sua generalità, ma anche le modalità con le quali la MiFID II verrà applicata nelle singole aziende, in modo da evidenziarne problematicità e lacune, su cui intendiamo intervenire anche in sede di confronto con le controparti. Di seguito il primo contributo: si tratta di una panoramica di natura tecnica sulle novità introdotte dal recepimento della direttiva europea, che abbiamo chiesto ad Aicom - l'Associazione Italiana Compliance - di sintetizzare.

Vi terremo puntualmente aggiornati sia per quanto attiene alle nostre valutazioni sul contesto attuativo della MiFID II nelle banche italiane, sia per quanto riguarda lo stato d'avanzamento delle nostre proposte.

Giulio Romani

Segretario generale First Cisl

Trascorso l'anno dal rinvio definito dalla Commissione Europea nel febbraio 2016 – dovuto, come rilevato dalla commissione stessa, “alla complessità di applicazione delle regole a cui devono far fronte i regolatori e i partecipanti al mercato” – l'ora della MiFID II è scoccata.

Una normativa complessa che ha come punti di riferimento la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e il Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR) che insieme intendono realizzare un processo di armonizzazione dei mercati finanziari dell'UE particolarmente ambizioso.

Dalle difficoltà tecniche e applicative della nuova normativa scaturisce l'idea di creare un “hub” informativo che fornisca un supporto agli operatori attraverso una sintetica e pratica illustrazione delle principali novità introdotte dal recepimento in Italia delle regolamentazioni sopra riportate.

Questo primo intervento è volto a dare una sommaria panoramica delle novità introdotte dal recepimento della normativa sovranazionale; questi e altri temi correlati all'entrata in vigore della MiFID II verranno illustrati nei mesi a venire.

QUADRO GENERALE

Come è noto, MiFID è l'acronimo di “Markets in Financial Instruments Directive”.

La prima Direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE) entrò in vigore nel novembre 2007, poco prima della crisi finanziaria scoppiata nel 2008 e caratterizzata da forti tensioni sui mercati finanziari che hanno visto coinvolti anche migliaia di piccoli investitori.

In tale contesto di crisi sono emerse le lacune di questa prima normativa e si è avvertita la necessità di intervenire per ampliarne il perimetro e le tutele per gli investitori.

La MiFID II, mettendo a frutto questa esperienza, rivede e amplia la versione precedente, introducendo importanti modifiche, ed è parte integrante di una generale revisione del regime europeo in materia di Servizi e attività di investimento, con l'obiettivo di mitigare il rischio finanziario sistemico e incrementare la protezione degli investitori retail (cosiddetti clienti al dettaglio).

I PUNTI CHIAVE

▪ GOVERNANCE DEL PRODOTTO

La MiFID II introduce una serie di requisiti organizzativi applicati ai rapporti tra produttori e distributori di strumenti finanziari. I produttori sono chiamati a definire e applicare un processo di approvazione per ogni strumento finanziario prima della sua commercializzazione o distribuzione alla clientela. Dal canto loro, i distributori sono tenuti a contribuire all'implementazione di strategie distributive appropriate rispetto alle caratteristiche del mercato target.

I prodotti devono essere disegnati e circoscritti in relazione a un target ben preciso per esigenze, disposizione al rischio, capacità e competenze finanziarie del cliente.

Le aziende che realizzano prodotti finanziari dovranno specificare, nell'ambito del processo di approvazione dei medesimi, un mercato target di clienti finali le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi il prodotto si prefigge di soddisfare, nonché una strategia di distribuzione che sia coerente con il mercato target identificato.

I distributori, d'altro canto, sono tenuti a comprendere le caratteristiche dei prodotti d'investimento da loro offerti o raccomandati e, utilizzando le informazioni ottenute dai produttori e le informazioni relative alla loro clientela, dovranno identificare un mercato target di clienti ai quali tali prodotti e servizi andranno rivolti.

Inoltre, è previsto il monitoraggio dell'adeguatezza del prodotto rispetto al segmento di clientela identificato per tutta la durata di vita del prodotto stesso.

Infine, alle autorità di vigilanza (ESMA, EBA, e, per l'Italia, Consob e Banca d'Italia) è attribuita la facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari; in particolare, le autorità potranno valutare il merito dei prodotti offerti e vietare temporaneamente la loro commercializzazione e lo svolgimento di qualunque altra attività qualora ritengano che possano compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori.

▪ CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA E VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA

La classificazione tripartita della clientela (retail, professional, eligible) introdotta dalla MiFID nel 2007 non viene modificata dalla MiFID II, né vengono modificate le soglie e i livelli di esperienza che i clienti professionali devono soddisfare.

Tuttavia, vengono introdotti nuovi "driver" di valutazione dell'adeguatezza per il cliente, quali la tolleranza al rischio, la capacità di sostenere perdite, la comparazione con prodotti equivalenti su costi e complessità, l'analisi costi/benefici.

L'impianto normativo rimane ancorato all'applicazione delle categorie dell'adeguatezza e dell'appropriatezza a seconda che si tratti dei servizi di consulenza finanziaria e di gestione patrimoniale individuale, da un lato, e di servizi di investimento diversi dall'altro.

Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza si fondano sulla conoscenza ed esperienza del cliente, potendosi in parte compensare vicendevolmente, nel senso che la maggiore presenza dell'una può compensare in parte l'altra.

Il giudizio di appropriatezza deve tener conto della natura del cliente, dei servizi da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti.

Per la conoscenza ci si affida a un giudizio di dimestichezza del cliente rispetto a tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari, mentre l'esperienza dovrà far riferimento non solo alla natura di operazioni effettivamente già eseguite dal cliente, ma anche al loro volume e alla frequenza al fine di rendere il dato più efficace ai fini del processo valutativo.

Viene poi confermata l'importanza di dati soggettivi del cliente già presenti nei questionari come il livello di istruzione e la sua professione, ivi compresa, se pertinente, la sua ex professione. Passando a considerare gli elementi che supportano la valutazione di adeguatezza rilevano gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria.

La MiFID II recepisce una serie di indicazioni già avanzate nell'attuale regime dall'Esma e pre-

cisa, come in parte già precisato, che gli obiettivi di investimento includono le preferenze in materia di rischio, il profilo di rischio, la tolleranza al rischio, le finalità di investimento e la definizione del periodo di tempo nel quale il cliente desidera conservare l'investimento (il cosiddetto *holding period*).

Le informazioni sulla situazione finanziaria comprendono la fonte e la consistenza del reddito del cliente, gli attivi, ivi inclusa la liquidità, gli investimenti, i beni immobili e gli impegni finanziari.

Se poi si guarda alla disciplina della *product governance* si nota come da essa emerga un elemento ulteriore nella definizione del profilo del cliente: i suoi bisogni.

Proprio la caratterizzazione dei "*client's needs*" consente l'assunzione di un dato ritenuto fondamentale della targettizzazione del mercato.

Si tratta di un'importante novità: si passa da un processo di valutazione di idoneità degli investimenti legato alla adeguatezza degli stessi al singolo cliente, a una valutazione dove invece si fa riferimento alla idoneità del processo di selezione dei prodotti e del processo distributivo nei confronti di target di mercato pre-identificati.

La MiFID II inoltre, sempre nell'ottica di una più attenta ponderazione dell'adeguatezza dell'investimento, restringe anche il campo dei prodotti per i quali è possibile prestare un servizio "execution only" (cioè di mera esecuzione degli ordini impartiti dai clienti).

▪ IL CODICE LEI

Al fine di migliorare la supervisione dei mercati e la loro trasparenza viene introdotto l'obbligo per le persone giuridiche del codice LEI (Legal Entity Identifier), che è un codice alfanumerico di 20 caratteri indispensabile per eseguire qualsiasi transazione finanziaria. Le società di servizi di investimento e gli enti creditizi che eseguono transazioni su strumenti finanziari per conto di clienti che sono soggetti giuridici avranno bisogno del codice LEI del cliente prima dell'esecuzione delle

operazioni. Con l'entrata in vigore di MiFID II e MiFIR, pertanto, tutte le entità giuridiche che hanno aperto un conto titoli presso intermediari finanziari dovranno richiedere un codice LEI, che è un codice univoco internazionale, basato sullo standard internazionale ISO 17442, attribuito per identificare le parti di operazioni finanziarie di tutto il mondo, in tutti i mercati e sistemi giuridici. Come già precisato, tenuti a richiedere il codice LEI sono le persone giuridiche che siano iscritte in pubblici registri – non le persone fisiche – che operano sui mercati finanziari internazionali.

Nel caso in cui si tratti di trust, l'intermediario che riceva un ordine dovrà quindi indicare solo il LEI di quest'ultimo e non quello dei clienti sottostanti il trust.

L'obbligatorietà del codice LEI discende dal fatto che lo stesso è fondamentale per il *reporting*, che deve essere fatto con informazioni complete e corrette, ivi incluso il codice LEI del cliente, altrimenti la segnalazione viene rigettata. Da qui, il nuovo slogan dell'ESMA: No LEI, No Trade!

Tuttavia, è notizia di questi ultimi giorni che l'ESMA, constatato il ritardo di una grande parte degli operatori ad adeguarsi ai nuovi obblighi e preoccupata che ciò potesse paralizzare le transazioni sui mercati, ha concesso una finestra di ulteriori sei mesi durante i quali le società di servizi di investimento potranno prestare i propri servizi anche in favore di clienti sprovvisti del Codice LEI, a condizione di farsi consegnare preventivamente da tali clienti tutta la documentazione necessaria per richiedere in nome e per conto degli stessi il rilascio del Codice LEI.

▪ TRASPARENZA SUI COSTI

Già l'attuale regolamentazione prevede che i costi dei servizi/prodotti finanziari vengano dichiarati al risparmiatore, ma non si può negare che spesso una certa complessità (per non di dire opacità) renda complesso per il cliente avere un'idea concreta di quanto tali costi incidano sulle performance dell'investimento.

Secondo la nuova disciplina, la comunicazione da fornire al cliente deve includere le informazioni

relative, tra l'altro, ai costi e oneri connessi, comprese le informazioni relative sia ai servizi di investimento che ai servizi accessori, al costo dell'eventuale consulenza e dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e alle modalità di pagamento da parte del cliente, ivi inclusi eventuali pagamenti a terzi.

Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio di investimento e allo strumento finanziario sono presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Qualora applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutta la durata dell'investimento.

La comunicazione ai clienti relativamente ai costi e agli oneri deve essere effettuata **sia ex ante sia ex post**, e le imprese di investimento devono presentare in forma aggregata (a) tutti i costi e gli oneri connessi applicati dall'impresa di investimento o da altre parti, qualora il cliente sia stato indirizzato a tali altre parti, per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori prestati al cliente, nonché (b) tutti i costi e gli oneri connessi associati alla realizzazione e gestione degli strumenti finanziari.

Per calcolare **ex ante** i costi e gli oneri, le imprese di investimento utilizzano costi effettivamente sostenuti come modello per i costi e gli oneri previsti.

Qualora non disponga di costi effettivi, l'impresa di investimento esegue stime ragionevoli di tali costi, che poi vengono riesaminati sulla base dell'esperienza **ex post** e, se necessario, le adegua.

Ex post, le imprese di investimento forniscono annualmente informazioni su tutti i costi e gli oneri relativi sia agli strumenti finanziari che ai servizi di investimento e servizi accessori. Tali informazioni si basano sui costi sostenuti e sono fornite in forma personalizzata.

L'obiettivo che si prefigge questa articolata normativa è di aiutare l'investitore a comprendere meglio quale sia l'**impatto dei costi sui rendimenti degli investimenti**.

▪ PERSONALE ADDETTO

Con l'entrata in vigore della direttiva, potranno svolgere il servizio di consulenza alla clientela in materia di investimento solo risorse che abbiano determinati requisiti di "conoscenza", attestati dal titolo di studio conseguito, dal percorso formativo seguito e dall'esperienza maturata. Il personale privo delle qualifiche idonee e/o dell'esperienza adeguata, potrà operare unicamente sotto la supervisione e la responsabilità di un membro del personale che possieda sia una qualifica idonea sia un'esperienza adeguata. Il periodo di supervisione ha la durata massima di quattro anni, che valgono ai fini della determinazione dell'esperienza.

L'introduzione di tali requisiti ha reso necessario, in talune realtà, degli interventi di riorganizzazione aziendale che sono stati anche oggetto di accordi con le rappresentanze sindacali.

I requisiti di esperienza e conoscenza che consentono di svolgere l'attività di consulenza in materia di investimenti sono riassunti nello schema in ultima pagina

▪ INCENTIVI

Un altro punto chiave della nuova normativa che riguarda il personale è legato agli incentivi.

Le imprese non potranno prevedere meccanismi di remunerazione che potrebbero spingere gli operatori a raccomandare determinati strumenti finanziari piuttosto che quelli più aderenti alle esigenze dei clienti.

▪ CONSULENTI FINANZIARI AUTONOMI E AGENTI COLLEGATI

La MiFID II introduce quali soggetti professionali del mercato i "consulenti finanziari autonomi". Tali soggetti operano accanto agli intermediari che utilizzano i propri dipendenti (iscritti o meno all'albo unico dei consulenti finanziari, già promotori finanziari) e ai loro agenti o mandatari.

In sostanza la nuova normativa consente ai privati professionisti – nonché alle società di consulenza

– di svolgere in via autonoma il servizio di consulenza finanziaria.

L'agente collegato è la persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari. Tale attività in Italia è svolta dai consulenti finanziari (già promotori finanziari) abilitati all'offerta fuori sede.

Allo stato attuale, quindi, seppure la normativa preveda che agente collegato possa essere anche una persona giuridica, in Italia tale attività viene svolta solamente da persone fisiche.

Per quanto riguarda la prestazione di consulenza nei confronti dei clienti, ai sensi dell'art. 24-bis del TUF (nella versione novellata che entrerà in vigore il 03.01.2018), il cliente deve essere informato, in tempo utile prima della prestazione del servizio,

- a) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;
- b) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata a strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;
- c) se verrà fornita ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Nel caso in cui venga prestata **consulenza indipendente**,

a) deve essere valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti in modo da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti:

- i) dal prestatore del servizio o da entità che hanno con esso stretti legami, o
- ii) da altre entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o rapporti legali o economici, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;

b) non devono essere accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, ad eccezione dei 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 del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

Tali benefici non monetari di entità minima devono essere chiaramente comunicati ai clienti.

Dall'impianto normativo risulta quindi evidente come la consulenza indipendente rappresenti una prestazione ad alto valore aggiunto rispetto al servizio di consulenza non indipendente.

*Testi a cura dell'Avv. M. V. Gloria Battaglia
AICOM – Associazione Italiana Compliance*

REQUISITI NECESSARI PER PRESTARE LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

(elaborazione dal Documento in consultazione Consob del 6 luglio 2017)

Id.	Qualifica /titolo di Studio	Esperienza Professionale (*)	Formazione Professionale (riduzione del requisito di esperienza professionale)
A	Iscrizione (anche di diritto) all'albo definito all'art. 31 del TUF o superamento dell'esame previsto per tale iscrizione	Almeno 12 mesi di esperienza professionale	
B	Diploma di laurea, almeno triennale, in discipline economiche giuridiche o finanziarie o titolo di studio estero equipollente	Almeno 12 mesi di esperienza professionale	
C	Diploma di laurea in discipline diverse da quelle sub Id. B, integrato da un master post-lauream in discipline economiche, giuridiche o finanziarie, o titolo di studio estero equipollente	Almeno 12 mesi di esperienza professionale	
D	Diploma di laurea in discipline diverse da quelle sub Id. B	Almeno 2 anni di esperienza professionale	Riduzione a 1 anno del requisito di esperienza professionale qualora l'interessato dimostri di aver acquisito, mediante formazione professionale specifica, conoscenze teorico-pratiche nelle materie individuate al punto 18 degli orientamenti ESMA /2015/1886
E	Diploma di istruzione secondaria superiore di durata quinquennale	Almeno 4 anni di esperienza professionale	Riduzione a 2 anni qualora l'interessato dimostri di aver acquisito, mediante una formazione professionale specifica, conoscenze teorico-pratiche nelle materie individuate al punto 18 degli orientamenti ESMA /2015/1886
F	Per i membri del personale: Diploma di scuola secondaria di primo grado (scuola media) che, al 02.01.2018 forniscono informazioni o prestano consulenza ai clienti degli intermediari	Alla data del 02.01.2018 possiedono un'esperienza professionale documentata, pertinente ed adeguata rispetto all'attività da svolgere, maturata presso più intermediari, pari a 10 anni, decorrenti dal 01.11.2007	

(*) L'esperienza professionale deve essere maturata in aree professionali attinenti alle materie individuate dal punto 18 degli Orientamenti Esma/2015/1886. Il punto 18 prevede conoscenze e competenze maturate, tra l'altro, in materia di prodotti di investimento (rischi, elementi fondamentali e implicazioni fiscali per il cliente, con particolare attenzione ai prodotti complessi, obblighi di adeguatezza, andamento mercati e influenza su valore e prezzo dei prodotti d'investimento), di comprensione delle questioni relative agli abusi di mercato e all'antiriciclaggio; di capacità di valutare i dati relativi alle informazioni chiave per i clienti (es. doc.ne KIID, prospetti informativi, bilanci, dati finanziario; conoscenza dei principi fondamentali sulla gestione di portafoglio).