

DIRETTIVA 2004/39/CE RELATIVA AI MERCATI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

GUIDA PRATICA SUI CONFLITTI DI INTERESSE

[BOZZA PER LA DISCUSSIONE]

INDICE

<i>Nota introduttiva</i>	3
1. Come identificare i conflitti di interesse	3
1.1 Ambito della ricerca dei conflitti: attività e soggetti coinvolti	3
1.2 I "filtri" applicabili nell'identificazione dei conflitti	4
1.3 La natura delle attività svolte - tipiche situazioni di conflitto.....	5
2. Quali misure adottare per gestire i conflitti di interesse	9
2.1 Le varie misure di gestione dei conflitti	10
2.2 Misure più onerose e misure meno onerose.....	11
2.3 Applicazioni pratiche.....	12
3. Identificazione e gestione di nuovi conflitti - registro dei conflitti	17
3.1 Informativa al personale - Segnalazione dei nuovi conflitti alla funzione <i>compliance</i> ..	17
3.2 Responsabilità della funzione <i>compliance</i> - Registro dei conflitti.....	17
4. Informativa ai clienti	17
4.1 Descrizione della politica di gestione dei conflitti	18
4.2 <i>Disclosure</i> dei conflitti non efficacemente gestiti.....	19
5. Come predisporre la politica di gestione dei conflitti di interesse	19

Appendice 1 - Traccia per predisporre la politica di gestione dei conflitti di interesse

Appendice 2 - Compendio della normativa

NOTA INTRODUTTIVA

La lettura di questa guida presuppone una conoscenza di massima della normativa applicabile, ai sensi della MiFID, alla materia dei conflitti di interesse.

Per comodità di riferimento, la normativa applicabile è comunque spesso richiamata nel testo e comunque compendiata in Appendice 2.

1. COME IDENTIFICARE I CONFLITTI DI INTERESSE

Un conflitto di interesse consiste in una situazione di potenziale divergenza, che si manifesti nello svolgimento di un servizio di investimento o accessorio, tra gli interessi dell'intermediario (o di un "soggetto rilevante"¹ o di soggetti ad essi collegati, e quelli di un suo cliente o tra gli interessi di diversi clienti dell'intermediario.

È compito degli intermediari identificare i conflitti di interesse che già sussistono, nell'ambito della propria operatività, nonché predisporre misure atte a identificare nuove ipotesi di conflitto che dovessero manifestarsi in futuro, in ragione di modifiche di volta in volta decise dallo stesso intermediario al proprio modello di *business* o al proprio assetto organizzativo o del mutare di circostanze estrinseche.

Un esercizio statico per un verso - quando si tratta di identificare quali sono le situazioni di conflitto in cui versa, ad oggi, l'intermediario - e dinamico per altro verso, che richiede la messa a punto di una metodologia efficace in grado di monitorare nel tempo e intercettare i nuovi eventuali conflitti.

1.1 Ambito della ricerca dei conflitti: attività e soggetti coinvolti

È anzitutto necessario disegnare il perimetro entro cui la ricerca (sia quella "statica", sia quella "dinamica") deve essere condotta, sotto il profilo delle attività e dei soggetti coinvolti.

La ricerca delle situazioni di conflitto deve estendersi a tutti i servizi e attività di investimento o accessori, o combinazioni di questi, svolti dall'intermediario.

I soggetti i cui interessi devono essere presi in considerazione per valutare se entrino o meno in conflitto con quelli della clientela includono tutti i seguenti:

- (a) l'intermediario stesso, in primo luogo;
- (b) i componenti degli organi aziendali dell'intermediario;

¹ Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. p) del Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007, per "soggetto rilevante" si intende il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie:

- i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario;
- i dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte dell'intermediario;
- persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'intermediario.

- (c) i soci dell'intermediario che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi;
- (d) i dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario;
- (e) i dipendenti dell'intermediario e ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento da parte dell'intermediario;
- (f) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario in base ad accordi di *outsourcing* aventi per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'intermediario;
- (g) i soggetti aventi un legame di controllo diretto o indiretto con quelli di cui alle lettere precedenti;
- (h) altri clienti.

1.2 I "filtri" applicabili nell'identificazione dei conflitti

Il campo di indagine in cui si possono rinvenire situazioni di conflitto di interesse è, come si vede, potenzialmente vastissimo. Soccorrono, però, per limitare questo campo di indagine, taluni "filtri" previsti dal Regolamento, che devono essere tenuti ben presenti quando ci si cimenta nell'esercizio di identificare i conflitti di interesse ai fini della politica di gestione dei conflitti.

Questi "filtri" non devono essere invocati come pretesto per sottrarsi all'obbligo di identificare le situazioni di conflitto, ma possono essere utili per evitare di dover spingere la ricerca oltre limiti ragionevoli, che richiederebbero da parte dell'intermediario uno sforzo sproporzionato o verosimilmente eccessivamente oneroso.

(A) Principio di proporzionalità

Il primo di questi filtri è il principio di proporzionalità, che ammantava tutto il Regolamento ed è quindi applicabile anche all'obbligo di identificare i conflitti di interesse. In base al principio di proporzionalità (art. 4(2) del Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007, d'ora in poi il "Regolamento"), gli intermediari devono applicare le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta, nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

Tradotto in termini pratici, per quanto riguarda la disciplina dei conflitti di interesse, quanto più complessa e sofisticata è l'attività dell'intermediario, quanto più alti sono i rischi di danno a carico della clientela in virtù della particolare natura dell'attività svolta dall'intermediario, quanto maggiori, infine, sono la dimensione e le capacità finanziarie dell'intermediario, tanto maggiori saranno l'impegno e le risorse che l'intermediario dovrà dedicare alla identificazione dei conflitti di interesse.

Sulla stessa falsariga anche gli altri "filtri" che il Regolamento consente di applicare per limitare il campo di osservazione nella ricerca dei conflitti di interesse.

(B) Adottare misure "ragionevoli"

Agli intermediari si chiede di adottare "ogni misura ragionevole" per identificare i conflitti di interesse (art. 23(1) del Regolamento). Di nuovo, "ragionevole" non può che significare concretamente esigibile in rapporto alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta, nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

(C) Una politica "adeguata"

La politica di gestione dei conflitti da adottare - politica che deve *in primis* individuare i conflitti - deve essere "adeguata" alle "dimensioni e alla organizzazione" dell'intermediario, nonché alla "natura, alle dimensioni e alla complessità" dell'attività dell'intermediario (art. 23(1) del Regolamento).

(D) Individuare i conflitti più "pericolosi"

Infine, i conflitti da individuare non sono tutti quelli che potrebbero potenzialmente insorgere, bensì solo quelli che siano suscettibili di "danneggiare in modo significativo gli interessi di uno o più clienti".

In caso di dubbio se sia o meno necessario prendere in esame una certa situazione o certi aspetti dell'operatività dell'intermediario per la ricerca di eventuali conflitti di interesse, ci si dovrà domandare se, tenuto conto di tutti i fattori che abbiamo detto, sia o meno "ragionevole" pretendere dall'intermediario di approfondire a tal punto la propria ricerca delle situazioni di conflitto e se il conflitto, di cui si dovesse andare alla ricerca, sarebbe o meno di un genere tale da compromettere seriamente gli interessi dei clienti.

1.3 La natura delle attività svolte - tipiche situazioni di conflitto

Alla luce del principio di proporzionalità, bisogna tener conto della natura delle attività svolte quando si va alla ricerca dei conflitti di interesse.

L'interesse del cliente è tanto più vulnerabile - e di conseguenza il tema dei conflitti di interesse diventa tanto più critico - quanto più ampio è il grado di discrezionalità riservato all'intermediario nello svolgimento di un servizio.

È quando l'intermediario è chiamato a fare delle scelte per conto del cliente, ed ha quindi una certa libertà di manovra, che si corrono i rischi maggiori, in quanto il cliente si deve fidare dell'intermediario e il soddisfacimento del suo interesse dipende dalla bontà delle decisioni prese dall'intermediario per lui.

Esistono allora alcune attività che, in quanto caratterizzate da quest'ampia discrezionalità o spazio decisionale riservato all'intermediario, devono essere messe, in sede di identificazione dei conflitti, sotto la lente di ingrandimento.

Si tratta dei seguenti servizi:

- gestione di portafogli;
- consulenza in materia di investimenti;
- negoziazione per conto proprio;
- ricerca in materia di investimenti;
- consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale, e di questioni connesse nonché di consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese (*corporate finance*).

Al polo opposto si collocano le attività in cui la prestazione dell'intermediario è maggiormente predeterminata e più sotto il controllo diretto del cliente, che presentano quindi un rischio inferiore di comportamenti dell'intermediario suscettibili di penalizzare gli interessi dei clienti. Si tratta dei seguenti servizi:

- ricezione e trasmissione ordini;
- esecuzione di ordini per conto dei clienti;

- collocamento.

Sia ben chiaro, anche in relazione allo svolgimento di questi servizi (e soprattutto per quanto riguarda il servizio di collocamento) possono configurarsi situazioni di conflitto di interesse da identificare e inserire nella politica di gestione. Ma, almeno in linea tendenziale, dovrebbe trattarsi di conflitti meno pericolosi per i clienti di quelli che possono manifestarsi in relazione ai servizi in cui l'attività dell'intermediario è meno vincolata, e che abbiamo richiamato sopra.

Vediamo uno a uno i servizi più delicati, sotto l'aspetto dei conflitti di interesse, per concentrare l'attenzione sui conflitti di interessi che, tipicamente, possono presentarsi in relazione a questi servizi.

(A) Gestione di portafogli

È il servizio più critico per quanto riguarda i conflitti di interesse. L'intermediario, sia pure nei binari dei parametri e delle caratteristiche della linea di gestione prescelta dal cliente, effettua in autonomia le scelte di investimento per conto del cliente.

È chiaro che, in astratto, l'intermediario potrebbe usare questo potere in maniera impropria, selezionando gli investimenti non in funzione dell'esclusivo interesse del cliente, bensì in funzione di interessi propri o di terzi. L'intermediario potrebbe cioè pilotare gli investimenti verso strumenti dal cui acquisto o dalla cui sottoscrizione l'intermediario stesso o un terzo ricavano uno specifico vantaggio.

Ad esempio, l'intermediario potrebbe effettuare investimenti in:

- (i) strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da società del suo gruppo ("**Società Affiliate**") - lucrando o permettendo alle Società Affiliate di lucrare le relative commissioni di collocamento - ovvero
- (ii) strumenti finanziari emessi dallo stesso intermediario o da Società Affiliate, che hanno evidentemente interesse a collocarli; ovvero
- (iii) strumenti finanziari che l'intermediario o Società Affiliate negoziano per conto proprio - potendo così lucrare la differenza tra prezzo di acquisto pagato per acquistare lo strumento al momento dell'inserimento nel portafoglio di proprietà e prezzo applicato per la vendita a favore del portafoglio del cliente gestito - ovvero
- (iv) strumenti finanziari emessi da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate hanno concesso prestiti (in questo caso il vantaggio per l'intermediario o la Società Affiliata potrebbe essere costituito dall'approvvigionamento di mezzi finanziari garantito al soggetto affidato, con una conseguente maggiore probabilità di restituzione del prestito accordato) o forniscono servizi di consulenza alle imprese (con il vantaggio di rendere eventualmente possibile le operazioni societarie consigliate dall'intermediario in veste di consulente d'impresa); ovvero
- (v) in quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate - che lucrerebbero le relative commissioni di sottoscrizione delle quote.

(B) Consulenza in materia di investimenti

È un altro servizio connotato dall'ampia discrezionalità dell'intermediario, il quale in questo caso si limita a consigliare gli investimenti al cliente, senza direttamente effettuarli.

I rischi però sono in larga parte coincidenti con quelli rilevati a proposito della gestione di portafogli e così anche le ipotesi di conflitto tipiche sono quelle segnalate in relazione alla gestione di portafogli (l'intermediario potrebbe consigliare strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario, ovvero da Società Affiliate ovvero che l'intermediario o Società Affiliate negoziano per conto proprio, ovvero emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate hanno concesso

prestiti o forniscono servizi di consulenza alle imprese, ovvero l'intermediario potrebbe consigliare quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate).

(C) Negoziazione per conto proprio

Nella negoziazione per conto proprio, l'intermediario lucra sullo *spread* tra prezzo di acquisto dello strumento e prezzo di rivendita.

Il presidio della regola di *best execution* - applicabile anche alla negoziazione per conto proprio, nonostante le perplessità avanzate da più parti - dovrebbe allineare i prezzi quotati dal negoziatore ai livelli di mercato.

Tuttavia, il negoziatore potrebbe approfittare, in determinate circostanze, di asimmetrie informative, potenzialmente recando un danno al cliente.

Ad esempio, il negoziatore potrebbe essere in possesso di informazioni, acquisite nell'ambito del contemporaneo svolgimento di altri servizi (consulenza alle imprese o ricerca in materia di investimenti), che fanno prevedere un'imminente discesa del prezzo di mercato di un determinato titolo, ad es. un'obbligazione.

In questa situazione, il negoziatore potrebbe essere portato a disfarsi delle obbligazioni in questione, offrendole in vendita ai livelli di mercato del momento; chi dovesse acquistare le obbligazioni, però, andrebbe incontro all'imminente ribasso del prezzo di mercato.

Si tratta di condotte che possono avere addirittura una rilevanza anche ai fini delle disposizioni relative agli abusi di mercati, ma devono essere prese in considerazione anche ai più limitati fini degli obblighi di identificazione e gestione dei conflitti di interesse ai sensi del Regolamento.

(D) Ricerca in materia di investimenti

Le ricerche in materia di investimenti possono orientare, con il loro giudizio positivo o negativo su un determinato emittente o su determinati strumenti, le scelte di investimento delle persone a cui la ricerca è divulgata.

Anche in questo caso è a prescindere, ancora una volta, dalla eventuale rilevanza della fattispecie ai fini delle disposizioni relative agli abusi di mercati, come nella consulenza in materia di investimenti (da cui peraltro la ricerca si differenzia per non essere personalizzata per un determinato cliente) e a differenza che nella gestione di portafogli, l'investitore rimane libero di effettuare o meno un determinato investimento. Ma il suo giudizio potrebbe essere influenzato, anche in maniera determinante, dal responso della ricerca.

Oltretutto, la ricerca, a differenza della consulenza che si rivolge a uno specifico cliente, è destinata alla divulgazione a un'ampia cerchia di soggetti, per cui è suscettibile di creare danni, se affetta da conflitti di interesse, su più vasta scala.

Anche il legislatore comunitario mostra di ritenere la ricerca in materia di investimenti un ambito in cui i rischi legati alla sussistenza di conflitti di interesse possono essere di eccezionale gravità.

Tanto è vero che, solo per quanto riguarda la ricerca, la MiFID (e il Regolamento di conseguenza) ha previsto un set di regole di gestione dei conflitti supplementari, da osservare in aggiunta alle regole base valedoli anche per gli altri servizi.

Tra l'altro, non si tratta (cfr. il paragrafo 6 dell'Appendice 2 di questa guida) di semplici criteri generali a cui gli intermediari devono guardare per stabilire - discrezionalmente - proprie regole interne di gestione, bensì di divieti specifici, rispetto a ipotesi di conflitto che si ritengono talmente nocive da poter essere neutralizzate solo impedendo ai soggetti interessati di operare in conflitto di interessi.

Siamo, qui, in un punto di intersezione tra il profilo dei conflitti di interesse in ottica MiFID (di cui ci stiamo occupando) e quello dell'informazione societaria di cui al Regolamento Emittenti della Consob (che disciplina, anche sotto l'aspetto dei conflitti di interesse, la corretta presentazione delle ricerche).

Dal punto di vista dei conflitti di interesse, ci sono tre ordini di motivi che rendono quello della ricerca un terreno particolarmente delicato:

- (i) l'impatto che la divulgazione della ricerca, con il suo giudizio positivo o negativo (indicazioni di *buy, sell, hold*, revisione al rialzo o al ribasso del prezzo *target*), può avere sui corsi dei titoli dell'emittente oggetto della ricerca (l' "**Emittente**").

Una ricerca influenzata da un conflitto di interessi può avere pertanto un'altissima dannosità potenziale.

Una ricerca non indipendente, ispirata allo scopo di orientare il prezzo di un titolo in una determinata direzione, può facilmente riuscire nel suo intento, a danno dei clienti-destinatari della ricerca;

- (ii) le informazioni sull'Emittente, di cui gli analisti che predispongono la ricerca entrano in possesso, tramite le fonti privilegiate a cui attingono, e che spesso non sono a disposizione del mercato;
- (iii) la grande rilevanza che assume, per l'Emittente, il giudizio espresso nella ricerca, per le ripercussioni che potrebbe avere sia sul piano reputazionale, sia sull'andamento delle quotazioni degli strumenti dell'Emittente.

Il che comporta una forte "tentazione" da parte dell'Emittente di influenzare il risultato della ricerca.

Il rischio, in definitiva, in relazione alla prestazione del servizio accessorio di ricerca in materia di investimenti, è che la ricerca non sia disinteressata e imparziale, bensì sia influenzata da considerazioni e circostanze che dovrebbero restarle estranee. In particolare, la ricerca potrebbe essere condizionata (in assenza di idonee misure di gestione), tra l'altro in situazioni in cui:

- (a) l'intermediario o Società Affiliate hanno una posizione nel portafoglio di proprietà su titoli dell'Emittente (i "**Titoli dell'Emittente**"), ovvero i Titoli dell'Emittente sono inseriti nei portafogli gestiti dall'intermediario o da Società Affiliate ovvero in fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate;
- (b) l'intermediario colloca i Titoli dell'Emittente;
- (c) l'intermediario presta un servizio di consulenza alle imprese all'Emittente, ad es. in relazione a un aumento di capitale, o altre operazioni, che beneficerebbero di un rialzo dei corsi dei Titoli dell'Emittente;
- (d) l'intermediario, o sue Società Affiliate, hanno erogato un prestito all'Emittente.

(E) Consulenza alle imprese (*corporate finance*)

Nella consulenza alle imprese - in materia di struttura del capitale, strategia industriale, questioni connesse, concentrazioni o acquisto di imprese - il conflitto di interesse in capo all'intermediario può scaturire da un eventuale interesse dell'intermediario all'effettuazione o meno di una determinata operazione societaria, oggetto della consulenza d'impresa.

Tra le ipotesi di conflitto le situazioni in cui:

- (a) l'intermediario o Società Affiliate hanno una posizione nel portafoglio di proprietà su titoli emessi da una società *target* ("**Target**") la cui eventuale acquisizione è oggetto della consulenza d'impresa prestata a un determinato cliente (il "**Cliente**"), ovvero i titoli della Target sono inseriti nei portafogli gestiti dall'intermediario o da Società Affiliate ovvero in fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate;
- (b) l'intermediario colloca i titoli della Target, ovvero presta un servizio di consulenza alle imprese ad altro cliente, del pari interessato all'acquisizione della Target, ovvero ha concesso un prestito alla Target;
- (c) l'intermediario presta una consulenza d'impresa al Cliente in relazione a eventuali scissioni o *spin-off* di rami d'azienda, e nel contempo presta consulenza d'impresa ad altro cliente, potenzialmente interessato all'acquisto della società risultante dalla scissione o del ramo d'azienda dismesso;
- (d) l'intermediario presta una consulenza d'impresa al Cliente, in relazione a un eventuale aumento di capitale, ed è nel contempo incaricato del collocamento delle azioni eventualmente emesse, oppure presta consulenza d'impresa ad altro cliente, interessato a entrare a far parte della compagine azionaria del Cliente.

2. **QUALI MISURE ADOTTARE PER GESTIRE I CONFLITTI DI INTERESSE**

Nella scelta delle misure da adottare, per gestire i conflitti di interessi, una volta che siano stati individuati, torna più che mai utile fare riferimento ai principi di proporzionalità e ragionevolezza che abbiamo passato in rassegna al paragrafo 1.2.

La gamma delle misure utilizzabili è infatti piuttosto ampia. Il Regolamento ne fa un elenco a puro titolo esemplificativo, non mancando di raccomandare la predisposizione di qualunque altra e diversa misura che sia appropriata, in base alle circostanze del caso concreto, là dove quelle elencate nel Regolamento non fossero sufficienti o idonee a gestire efficacemente un conflitto ovvero sia possibile adottarne altre di diversa natura.

L'adozione delle misure di gestione dei conflitti però - soprattutto l'adozione simultanea di più misure per gestire uno stesso conflitto - può comportare un costo anche considerevole.

Bisogna pertanto saper graduare il numero e il tipo di misure adottate, per un verso in funzione dell'entità del rischio di danno ai clienti che un determinato conflitto comporta, per altro verso in considerazione del costo per l'intermediario dell'adozione delle misure che, in astratto, sarebbero adatte a gestire il conflitto.

La scelta concreta delle misure da predisporre dev'essere pertanto orientata dai due seguenti criteri-guida:

- (1) quanto più grave è il rischio di danno per i clienti, che scaturisce da una determinata situazione di conflitto, tanto più impegno e risorse si potrà pretendere, in linea di massima, che l'intermediario impieghi nella predisposizione di idonee misure di gestione; ma d'altra parte e per converso
- (2) quanto maggiore è il costo dell'adozione di determinate misure - sia economico, sia in termini di appesantimento e irrigidimento dell'apparato organizzativo dell'intermediario - tanto meno facilmente si potrà pretendere che quelle misure siano adottate dagli intermediari o che più misure siano adottate per gestire uno stesso conflitto.

Nel valutare la capacità di un intermediario di adottare determinate misure, in relazione agli oneri che comportano, bisognerà tener conto della dimensione dell'intermediario, della sua natura, della complessità dell'attività svolta, della tipologia e varietà dei servizi prestati. E si

potrà esigere l'adozione solo di quelle misure che, in rapporto a tutto ciò, appaiano "ragionevoli".

2.1 Le varie misure di gestione dei conflitti

Vediamo alcune delle misure di gestione dei conflitti teoricamente utilizzabili, tra le quali quelle previste dal Regolamento. Facciamo anche un cenno a come potrebbe essere utilizzata ciascuna misura in relazione ai conflitti che possono insorgere nell'ambito del servizio - preso a titolo di esempio - di consulenza in materia di investimenti.

(A) Barriere informative (*Chinese walls*)

Si tratta di misure atte impedire o controllare lo scambio di informazioni tra soggetti coinvolti in attività in conflitto.

Questo tipo di misure possono consistere anche nella separazione fisica tra i soggetti rilevanti, che sono collocati in postazioni lavorative ubicate in ambienti diversi, con l'obbligo di non scambiarsi le informazioni rispettivamente detenute in ragione della propria attività; ovvero nella archiviazione della documentazione, anche elettronica, generata nell'ambito delle attività in conflitto, in ambienti separati. La documentazione relativa a una delle attività in conflitto può essere ad esempio resa inaccessibile (eventualmente mediante l'utilizzo di passwords o simili accorgimenti), salvo autorizzazione da parte dei superiori per ragioni specifiche, al personale preposto alle altre attività.

In relazione ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, si potrebbe ad esempio prevedere la separazione, mediante barriere informative, tra addetti alla consulenza e/o alla gestione, e addetti ai servizi di collocamento, concessione di prestiti, e consulenza alle imprese.

(B) *Restricted list e watch list*

Le *restricted list* indicano la predisposizione di un elenco di strumenti finanziari quotati per i quali l'intermediario pone limiti (parziali o totali) all'attività svolta dalle strutture preposte allo svolgimento dei servizi di investimento, in ragione del fatto che l'intermediario può essere in possesso di informazioni confidenziali sugli strumenti ovvero avere altri interessi al loro collocamento o alla loro negoziazione.

Le *watch list* indicano la predisposizione di un elenco di strumenti finanziari quotati relativamente ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali. Per tali strumenti, in luogo di imporre limiti all'attività svolta, si attribuisce a una funzione aziendale il compito di monitorare l'attività svolta dalle strutture preposte allo svolgimento dei servizi di investimento, al fine di individuare eventuali anomalie.

Pensando ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, si potrebbero ad esempio prevedere *restricted list e watch list* relativamente a strumenti emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate concedono finanziamenti o forniscono servizi di consulenza alle imprese, e rispetto ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali.

(C) Vigilanza separata

I soggetti coinvolti nelle attività in conflitto potrebbero essere sottoposti e fare capo, gerarchicamente, a responsabili d'area distinti, ferma la responsabilità generale ultima dei vertici aziendali per la vigilanza sulle attività dell'intermediario nel suo complesso.

Ad esempio, in relazione ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, si potrebbe prevedere la vigilanza separata tra addetti alla consulenza e addetti al collocamento, alla concessione di prestiti e alla consulenza alle imprese.

(D) Retribuzioni indipendenti

Si può prevedere di eliminare qualunque connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti che svolgono le attività in conflitto, ferma la possibilità di bonus legati, oltre che alla performance specifica del settore di attività in cui il soggetto opera, alla performance complessiva dell'intermediario.

In relazione ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, la retribuzione degli addetti alla consulenza potrebbe essere resa indipendente dalla performance di altri servizi o attività in conflitto e in particolare del servizio di collocamento, della negoziazione per conto proprio, della consulenza alle imprese.

(E) Misure atte a impedire o limitare influenze indebite

Si tratta di misure volte a impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento della propria attività, da parte di un soggetto portatore di una situazione di conflitto nell'ambito del servizio svolto.

In relazione ai conflitti che possono riguardare la prestazione di consulenza in materia di investimenti, si potrebbero prevedere direttive interne in base alle quali gli addetti alla consulenza siano tenuti a selezionare gli investimenti da consigliare ai clienti basandosi esclusivamente sulle analisi degli strumenti finanziari e degli emittenti messe a loro disposizione.

Si potrebbe poi fare divieto, ai superiori e agli organi di vertice, di emanare, in qualsiasi forma, indicazioni, linee guida o direttive, volte a indirizzare l'attività degli addetti alla consulenza verso qualunque determinato tipo di strumento finanziario o emittente, in particolare per quanto riguarda gli strumenti emessi da Società Affiliate o le quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate.

(F) Divieto di partecipazione simultanea a più servizi

Si impedisce, per politica aziendale, la partecipazione simultanea di uno stesso soggetto a più servizi o attività che possono generare un conflitto.

(G) Divieto di effettuare l'operazione in conflitto

A livello comunitario, non si è ritenuto di prevedere, tra le possibili misure di gestione dei conflitti, di soprassedere del tutto all'esecuzione di un'operazione in una situazione di conflitto in cui il rischio di danno a carico del cliente possa essere particolarmente elevato.

Questo non significa, però, che gli intermediari non debbano (pur senza esservi obbligati) prendere in considerazione di soprassedere all'esecuzione di operazioni in conflitto, quando ogni altra misura, e la stessa *disclosure* al cliente (che deve rappresentare l'ultima *ratio*), non appaiano adeguate, in rapporto al rischio corso dal cliente.

Non bisogna confondere, poi, tra (a) il caso in cui, eseguendo una determinata operazione, in presenza di un conflitto di interessi, si corre *un rischio*, magari elevato, di danneggiare il cliente, e (b) il caso in cui, invece, eseguendo una determinata operazione, in conflitto di interessi, si abbia *la certezza* di danneggiare il cliente.

In quest'ultimo caso, è da ritenere che l'intermediario debba necessariamente soprassedere.

(H) Misure specifiche per l'attività di ricerca in materia di investimenti

Si rinvia al paragrafo 6 dell'Appendice 2.

2.2 **Misure più onerose e misure meno onerose**

Come abbiamo già detto, non tutte le misure che sarebbe opportuno adottare, per gestire un determinato conflitto, hanno lo stesso costo, sia in termini economici, sia sotto forma dell'appesantimento e dell'irrigidimento della struttura organizzativa dell'intermediario.

Le misure più onerose saranno, in linea generale, meno facilmente esigibili da parte degli intermediari, tenuto conto, però, che la valutazione in ordine alla capacità di un intermediario di sopportare il costo di una determinata misura va fatta caso per caso, cercando di stabilire cosa sia "ragionevole" pretendere da lui.

È possibile fare una prima bipartizione di massima tra misure relativamente poco onerose e misure che richiedono un sacrificio (economico o organizzativo) maggiore. Poi bisognerà chiaramente valutare l'effettiva onerosità in base alle caratteristiche di ciascun singolo intermediario.

Tra le misure relativamente poco onerose dovrebbero rientrare:

- vigilanza separata;
- retribuzioni indipendenti;
- misure atte a impedire influenze indebite.

Tra le misure più onerose dovrebbero invece annoverarsi:

- divieto di partecipazione simultanea a più servizi;
- barriere informative (ma una volta che due servizi in conflitto siano svolti da personale diverso, diventa una misura in realtà non così onerosa);
- divieto di effettuare l'operazione in conflitto;
- *restricted list* e *watch list*.

2.3 Applicazioni pratiche

Nella tabella che segue sono riportati due esempi di conflitti di interesse, di diversa intensità: uno in cui il rischio di danno per il cliente è più grave, uno in cui il rischio è moderato.

In relazione a ciascuna ipotesi di conflitto, sono riportate - a puro titolo indicativo - le misure di gestione del conflitto che potrebbero essere adottate, rispettivamente, da un intermediario di dimensioni ridotte (e quindi con una più limitata capacità di sopportare il costo delle misure) e da un intermediario di maggiori dimensioni (in grado di sostenere un onere superiore).

Le misure che ciascun tipo di intermediario potrebbe adottare sono ulteriormente suddivise - di nuovo a puro titolo indicativo - tra misure "minime", cioè misure che con tutta probabilità sarà lecito pretendere che siano adottate dall'intermediario, e misure "aggiuntive", che non è certo che siano esigibili, e sulla cui adozione l'intermediario dovrebbe pertanto avere una maggiore discrezionalità.

Conflitto di interessi	Rischio di danno per il cliente	Misure di gestione	
		Intermediari di dimensioni ridotte	Intermediari di maggiori dimensioni
		<i>Misure minime (da considerarsi ragionevoli per il tipo di intermediario)</i>	
<p><u>Gestione di portafogli:</u></p> <p>L'intermediario può effettuare investimenti, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli a valere sui portafogli gestiti, in strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da Società Affiliate, ovvero che l'intermediario o Società Affiliate negoziano per conto proprio, ovvero emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate hanno concesso prestiti o forniscono servizi di consulenza alle imprese, ovvero l'intermediario può effettuare investimenti, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli a valere sui portafogli gestiti, in quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate.</p>	Alto	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Vigilanza separata</u> (tra addetti a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese)² ▪ <u>Misure atte a impedire o limitare influenze indebite</u> (addetti alle gestioni tenuti a selezionare gli investimenti relativi ai portafogli gestiti basandosi esclusivamente sulle analisi degli strumenti finanziari e degli emittenti, messe a loro disposizione. È fatto divieto, per i superiori e gli organi di vertice, emanare, in qualsiasi forma, indicazioni, linee guida o direttive, volte a indirizzare l'attività degli addetti alle gestioni verso qualunque determinato tipo di strumento finanziario o emittente, in particolare per quanto riguarda gli strumenti emessi da Società Affiliate o le 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>No partecipazione simultanea</u> (a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti e consulenza alle imprese) ▪ <u>Chinese Walls</u> (separazione tra addetti a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese) ▪ <u>Vigilanza separata</u> (tra addetti a gestione portafogli / collocamento / servizi finanziari / consulenza alle imprese) ▪ <u>Misure atte a impedire o limitare influenze indebite</u> (addetti alle gestioni tenuti a selezionare gli investimenti relativi ai portafogli gestiti basandosi esclusivamente sulle analisi degli strumenti finanziari e degli emittenti, messe a loro disposizione. È fatto divieto, per i superiori e gli organi di

² La vigilanza separata presuppone peraltro la prestazione separata dei servizi. Pertanto, sarà esigibile solo nella misura in cui i servizi, che dovrebbero essere soggetti a vigilanza separata, siano, di fatto, demandati a personale diverso. Nel caso degli intermediari di dimensioni ridotte, peraltro, a differenza degli intermediari di maggiori dimensioni, non sarà sempre ragionevole pretendere che due o più servizi, potenzialmente in conflitto tra loro, siano affidati a personale diverso. Ove i servizi in conflitto dovessero, di fatto, essere svolti dallo stesso personale, la misura della vigilanza separata non sarà applicabile.

		<p>quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Retribuzioni indipendenti</u> (in particolare, retribuzione degli addetti alla gestione indipendente da performance di altri servizi o attività in conflitto: collocamento / negoziazione per conto proprio / concessione prestiti / consulenza alle imprese) 	<p>vertice, emanare, in qualsiasi forma, indicazioni, linee guida o direttive, volte a indirizzare l'attività degli addetti alle gestioni verso qualunque determinato tipo di strumento finanziario o emittente, in particolare per quanto riguarda gli strumenti emessi da Società Affiliate o le quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Retribuzioni indipendenti</u> (in particolare, retribuzione degli addetti alla gestione indipendente da performance di altri servizi o attività in conflitto: collocamento / negoziazione per conto proprio / concessione prestiti / consulenza alle imprese)
		<i>Misure aggiuntive (potrebbero non essere esigibili)</i>	

		<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>No partecipazione simultanea</u> (a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti e consulenza alle imprese) ▪ <u>Chinese Walls</u> (separazione tra addetti a gestione portafogli / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese) ▪ <u>Restricted list e watch list</u> (relativamente a strumenti emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate prestano servizi finanziari o forniscono servizi di consulenza alle imprese, e rispetto ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Restricted list e watch list</u> (relativamente a strumenti emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate prestano servizi finanziari o forniscono servizi di consulenza alle imprese, e rispetto ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali)
		<i>Misure minime (da considerarsi ragionevoli per il tipo di intermediario)</i>	
<p><u>Collocamento:</u></p> <p>L'intermediario può collocare strumenti finanziari emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali l'intermediario o Società Affiliate concedono prestiti o forniscono servizi di consulenza alle imprese (in materia di capitale, di strategia industriale e di questioni connesse, di concentrazioni e acquisto di imprese), ovvero l'intermediario può collocare quote di</p>	Moderato	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Misure atte a impedire o limitare influenze indebite (addetti al collocamento tenuti a non sollecitare la clientela a sottoscrivere strumenti emessi dalle Società Affiliate o delle quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate in prevalenza rispetto ad altri strumenti parimenti collocati dall'intermediario, e pertanto 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Misure atte a impedire o limitare influenze indebite (addetti al collocamento tenuti a non sollecitare la clientela a sottoscrivere strumenti emessi dalle Società Affiliate o delle quote di fondi comuni gestiti da Società Affiliate in prevalenza rispetto ad altri strumenti parimenti collocati dall'intermediario, e pertanto senza penalizzare il collocamento di

fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate		senza penalizzare il collocamento di strumenti emessi da altri emittenti o gestiti da società non appartenenti al gruppo, a favore degli strumenti emessi dalle Società Affiliate o dei fondi gestiti da Società Affiliate)	strumenti emessi da altri emittenti o gestiti da società non appartenenti al gruppo, a favore degli strumenti emessi dalle Società Affiliate o dei fondi gestiti da Società Affiliate)
		<i>Misure aggiuntive (potrebbero non essere esigibili)</i>	
		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Retribuzioni indipendenti (in particolare, retribuzione degli addetti al collocamento indipendente da <i>performance</i> di altri servizi o attività in conflitto: concessione prestiti / consulenza alle imprese) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No partecipazione simultanea (a collocamento / concessione prestiti e consulenza alle imprese) ▪ <i>Chinese Walls</i> (separazione tra addetti a collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese) ▪ Retribuzioni indipendenti (in particolare, retribuzione degli addetti al collocamento indipendente da <i>performance</i> di altri servizi o attività in conflitto: concessione prestiti / consulenza alle imprese)

3. IDENTIFICAZIONE E GESTIONE DI NUOVI CONFLITTI - REGISTRO DEI CONFLITTI

Abbiamo già osservato che gli intermediari devono non solo identificare i conflitti di interesse già in essere, adottando le opportune misure di gestione, ma anche predisporre le misure necessarie a identificare nuove ipotesi di conflitto che dovessero manifestarsi in futuro ed essere pronti a gestire questi eventuali nuovi conflitti.

Questo aspetto "dinamico" della politica di gestione dei conflitti passa attraverso un'adeguata informazione del personale e dei responsabili dei vari dipartimenti in cui l'intermediario è organizzato, in merito alla normativa in tema di conflitti di interesse e agli obblighi che ne discendono.

3.1 Informativa al personale - Segnalazione dei nuovi conflitti alla funzione *compliance*

La responsabilità per una compiuta e corretta informazione del personale sui conflitti di interesse sarà di norma attribuita alla funzione di *compliance*, che dovrà farsi parte diligente, organizzando ad esempio la distribuzione al personale di materiale informativo (*in primis* della stessa politica di gestione dei conflitti) nonché, se del caso, opportune sessioni di approfondimento.

In particolare, il personale dovrà essere edotto sui criteri che presiedono all'identificazione di un conflitto di interessi, in modo che ciascun dipendente sia in condizioni di rilevare, nell'ambito della propria area di competenza, una nuova situazione di conflitto che dovesse presentarsi.

Una volta individuata una situazione di conflitto di interesse, il personale sarà poi chiamato - e tutto questo dovrà essere previsto e spiegato nella politica di gestione, come vedremo - a segnalarlo tempestivamente o alla funzione *compliance*, o al responsabile della propria unità operativa di appartenenza, che riferirà alla funzione *compliance*.

3.2 Responsabilità della funzione *compliance* - Registro dei conflitti

Alla funzione *compliance*, in aggiunta al compito di assicurare che il personale interessato sia adeguatamente informato, sarà di regola demandata la responsabilità di raccogliere tutte le segnalazioni di potenziali conflitti provenienti dal personale o dai responsabili delle varie unità operative.

Di conseguenza, la funzione *compliance* dovrà tenere un registro, in conformità all'art. 26 del Regolamento, nel quale siano annotati, in relazione ai diversi servizi forniti dall'intermediario, le situazioni di conflitto di interesse suscettibili di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti.

Il registro dovrà essere aggiornato regolarmente, mediante l'inserimento delle nuove situazioni di conflitto segnalate via via alla funzione *compliance*.

Responsabilità della funzione *compliance* sarà altresì di riferire agli organi aziendali (con funzione di supervisione strategica, di gestione e di controllo) - almeno su base annua, in occasione della relazione sull'attività svolta ai sensi dell'art. 16(3) del Regolamento, e in ogni caso ogniqualvolta ritenuto opportuno, in presenza di situazioni di conflitto particolarmente rilevanti che si fossero palesate - in merito ai nuovi conflitti identificati, proponendo le misure che potrebbero essere adottate per una efficace gestione dei conflitti segnalati dagli stessi. Spetterà ai competenti organi aziendali di dare attuazione alle misure di gestione del conflitto ritenute più opportune, tenendo conto delle proposte avanzate dalla funzione *compliance*.

4. INFORMATIVA AI CLIENTI

Ci sono due tipi di informativa ai clienti in relazione ai conflitti di interesse. Attenzione a non confondere: una cosa è la descrizione della politica in materia di conflitti di interesse, dovuta nell'ambito delle informazioni in fase precontrattuale, ai sensi dell'art. 29 del Regolamento

Consob n. 16190 in materia di intermediari (il "**Regolamento Intermediari**"); una cosa è la *disclosure* al cliente dei conflitti non efficacemente gestiti, ai sensi dell'art. 23(3) del Regolamento.

4.1 Descrizione della politica di gestione dei conflitti

Ai sensi dell'art. 29 del Regolamento Intermediari, nell'ambito delle "informazioni sull'intermediario e i suoi servizi" che devono essere fornite al cliente in fase precontrattuale, occorre anche fornire una "descrizione, anche in forma sintetica, della politica seguita dall'intermediario in materia di conflitti di interesse".

In genere, ci si limita a una descrizione sommaria e di carattere generale, del seguente tenore:

"Nell'ambito della prestazione di un servizio al cliente, [intermediario] potrebbe avere un interesse in conflitto. [intermediario] ha tuttavia adottato ogni misura ragionevole per identificare e gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra il cliente e [intermediario] o tra il cliente e altri clienti dell'[intermediario] nella prestazione di servizi o attività di investimento o accessori, al fine di neutralizzare o limitare il rischio di danneggiare il cliente. [intermediario] ha altresì adottato, a tal fine, una politica di gestione dei conflitti di interesse in conformità alla normativa di legge e regolamentare vigente.

I potenziali conflitti di interesse possono essere di vario tipo e possono insorgere da una pluralità di circostanze diverse. Tra le misure adottate da [intermediario] per gestire i conflitti di interesse rientrano, ove ritenuto opportuno da [intermediario], le seguenti:

- misure volte a impedire la partecipazione simultanea di uno stesso soggetto a più servizi o attività che possono generare un conflitto;
- l'utilizzo di barriere informative, atte a impedire lo scambio di informazioni tra soggetti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse;
- l'utilizzo di *restricted list* e *watch list*. Le *restricted list* consistono nella predisposizione di un elenco di strumenti finanziari quotati per i quali [intermediario] pone limiti (parziali o totali) all'attività svolta, in ragione del fatto che [intermediario] potrebbe essere in possesso di informazioni confidenziali sugli strumenti ovvero avere altri interessi al loro collocamento o alla loro negoziazione. Le *watch list* consistono nella predisposizione di un elenco di strumenti finanziari quotati relativamente ai quali l'intermediario è in possesso di informazioni confidenziali. L'attività svolta dalle strutture preposte allo svolgimento dei servizi di investimento sugli strumenti inseriti nella *watch list* è costantemente monitorata al fine di individuare eventuali anomalie;
- una vigilanza separata sui soggetti coinvolti in attività in potenziale conflitto e altre misure volte a impedire un'influenza indebita sullo svolgimento di servizi o attività di investimento o servizi accessori;
- l'eliminazione di qualunque connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti che svolgono le attività in conflitto;
- misure atte a impedire influenze indebite sui soggetti preposti allo svolgimento di servizi di investimento, da parte di soggetti coinvolti nello svolgimento di altri servizi in conflitto.

[[intermediario] potrà, inoltre, a propria discrezione, prendere in considerazione di soprassedere all'esecuzione di un'operazione in conflitto].

Nei casi in cui le misure adottate non siano ritenute da [intermediario] sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi del cliente sia evitato, [intermediario] informerà il cliente, prima di iniziare a prestare il servizio, della natura e/o delle fonti dei conflitti, affinché il cliente possa prendere una decisione in ordine alla opportunità di usufruire o meno del servizio.

[Per maggiori informazioni in merito alla politica di gestione dei conflitti di interesse adottata da [intermediario] è possibile rivolgersi a [•]]".

4.2 **Disclosure dei conflitti non efficacemente gestiti**

Ai sensi dell'art. 23(3) del Regolamento, solo nei casi in cui le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, si dovranno informare i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti, affinché essi, muniti delle necessarie informazioni, possano prendere una decisione in ordine alla opportunità di eseguire o meno una determinata operazione con l'intermediario, o per il suo tramite, tenuto conto dei conflitti esistenti.

La *disclosure* deve quindi costituire l'ultima *ratio*, quando le misure adottate - e che, ricordiamolo, l'intermediario è tenuto ad adottare - non risultino sufficienti a tutelare il cliente.

Non è opportuno ricorrere con eccessiva disinvoltura alla *disclosure*, né se lo si fa pensando in questo modo di poter fare a meno di adottare le misure di gestione del conflitto (perché l'obbligo di adottare queste misure non viene affatto meno se si fa la *disclosure*), né se lo si fa nell'ottica di una maggiore trasparenza che si offrirebbe al cliente. In realtà, sotto quest'ultimo aspetto, fare la *disclosure* significa ammettere che le misure adottate per gestire il conflitto di cui si dà la *disclosure* non sono efficaci. Il che apre la strada alla verifica se l'intermediario abbia davvero fatto, da questo punto di vista, almeno quanto fosse ragionevole pretendere.

Non è quindi il caso di estendere la *disclosure* a tutte le ipotesi di potenziale conflitto che l'intermediario ha individuato nell'ambito della propria politica di gestione. Verosimilmente, almeno nella normalità dei casi, dev'essere possibile affermare che il conflitto è stato gestito con efficacia, e non occorre pertanto dare l'informativa al cliente.

Detto ciò, nei casi in cui sia in effetti opportuno procedere alla *disclosure*, l'informativa deve riguardare "la natura e/o le fonti dei conflitti". Non è quindi necessario riferirsi a una specifica situazione, come ad es. l'investimento in un determinato titolo. **[credo invece sia necessario riferirsi a una specifica operazione (o prestazione)]**

Ad esempio, sarà sufficiente, a questi fini, informare il cliente del fatto che:

"[intermediario] può effettuare investimenti, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli a valere sui portafogli gestiti, in strumenti finanziari collocati dallo stesso intermediario o da Società Affiliate". **[ma questa è la descrizione del conflitto nell'ambito della policy; non credo sia corretta ai fini dell'informativa sui conflitti non gestibili]**

Chiarito che la *disclosure* del conflitto (che l'intermediario non è in grado di gestire) è cosa diversa dall'informativa sulla politica di gestione dei conflitti, di cui al paragrafo precedente, anche la *disclosure* del conflitto potrebbe benissimo essere fornita, insieme alla descrizione della politica di gestione dei conflitti (magari in calce a quest'ultima), nell'ambito dell'informativa precontrattuale, posto che anche la *disclosure*, come la descrizione della politica di gestione, dev'essere fornita prima di prestare il servizio al cliente.

Non occorre raccogliere il consenso del cliente in relazione alla *disclosure* che gli viene fatta, ancorché una firma del cliente per ricevuta potrebbe essere opportuna nell'ottica di preconstituirsene una prova dell'avvenuta *disclosure*.

5. **COME PREDISPORRE LA POLITICA DI GESTIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE**

Nell'Appendice 1, è contenuta una traccia di larga massima per predisporre il documento che reca la politica di gestione dei conflitti di interesse.

Si tratterà di un documento ad uso esclusivamente interno in cui saranno descritte (a) le situazioni di conflitto di interesse in cui versa l'intermediario; (b) le misure adottate per gestirle; (c) le procedure interne (es. informativa del personale, obblighi di reportistica alla funzione

compliance ecc. - cfr. paragrafo 3) adottate per identificare e gestire nuovi conflitti che dovessero insorgere in futuro. Tale documento non è da confondere con la descrizione sintetica della politica di gestione dei conflitti che deve essere data al cliente (cfr. paragrafo 4.1).

APPENDICE 1

Traccia per predisporre la politica di gestione dei conflitti di interesse.

* * *

Politica di gestione dei conflitti di interesse

INTRODUZIONE

[Descrivere brevemente le regioni della predisposizione della policy.]

Es: "La presente *policy* è stata predisposta ai sensi dell'art. 23 del Regolamento congiunto [intermediario] d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007, di cui all'art. 6, co. 2 bis, del Testo Unico della Finanza (il "**Regolamento**"), contenente disposizioni in materia, tra l'altro, di gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, a seguito dell'entrata in vigore della normativa di attuazione della Direttiva MiFID (2004/39/CE).

In particolare, ai sensi dell'art. 23 del Regolamento gli intermediari devono formulare per iscritto, applicare e mantenere un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse in linea con il principio di proporzionalità, che impone di applicare le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

[Intermediario] ritiene che l'identificazione e una corretta gestione dei conflitti di interesse che possono insorgere nell'ambito della prestazione di servizi di investimenti e accessori e sono suscettibili di danneggiare la posizione della clientela che usufruisce di tali servizi, siano, oltre che necessarie in adempimento delle richiamate disposizioni di legge e regolamentari, di fondamentale importanza nella prospettiva di tutelare al massimo grado gli interessi della clientela, di mantenere elevati *standard* qualitativi nello svolgimento delle attività di [intermediario], e di salvaguardare [intermediario] sotto il profilo reputazionale, nei confronti del mercato e delle istituzioni".

Precisare che: "**La presente *policy* è un documento ad uso esclusivamente interno**".

Illustrare in sintesi il contenuto della policy:

- *alla Sezione 1, è fornito un quadro di sintesi dei principi generali della nuova disciplina dei conflitti di interesse ai sensi del Regolamento;*
- *alla Sezione 2, sono descritti, a beneficio dei dipendenti che dovranno applicarli (ciascuno per la rispettiva area di competenza) i criteri da osservare nell'identificazione delle situazioni di potenziale conflitto di interesse e sono altresì descritte le procedure mediante le quali, una volta identificate, le situazioni di potenziale conflitto di interesse devono essere portate a conoscenza della funzione di compliance;*
- *alla Sezione 3, è riportata una tabella in cui sono descritte le situazioni di potenziale conflitto - che coinvolgono [intermediario], o altri soggetti aventi un collegamento, diretto o indiretto con [intermediario] - che sono state identificate e risultano sussistenti alla data di redazione della policy. Per ciascuna situazione di conflitto identificata, sono indicate le*

misure organizzative adottate e si precisa se, in virtù dell'adozione di queste misure, il conflitto sia o meno stato gestito con efficacia;

- *la Sezione 4 è dedicata alla specifica policy in tema di "operazioni personali";*
- *in chiusura, se ritenuto opportuno, un glossario con le definizioni dei termini utilizzati nel documento].*

* * *

1. **PRINCIPI GENERALI**

[Inserire breve descrizione dei principi generali in tema di conflitti di interessi ai sensi del Regolamento].

* * *

2. **IDENTIFICAZIONE DEI CONFLITTI DI INTERESSE E PROCEDURE DI REPORTING INTERNO**

[Inserire riferimento all'obbligo in capo al personale di identificare i conflitti, ciascuno per l'area di competenza.

Es: "Il personale preposto alla prestazione di servizi di investimento o accessori alla clientela, nell'ambito della varie unità operative in cui [intermediario] è organizzato, nonché i rispettivi responsabili di tali unità, sono tenuti, ciascuno per l'area di propria competenza e che rientra nella propria sfera di attività, a identificare le situazioni di conflitto di interessi che potrebbero insorgere tra [intermediario] o un "soggetto rilevante" (o soggetti aventi con essi un legame di controllo diretto o indiretto) e i clienti, o tra clienti, idonee a danneggiare in modo significativo gli interessi di uno o più clienti".

2.1 **Nozione di conflitto di interesse e criteri di identificazione dei conflitti**

[Sulla nozione di conflitto:

Es: "Tra le circostanze che devono essere considerate tali da far sorgere un conflitto di interesse rientrano le situazioni nelle quali esista un potenziale conflitto tra:

- (3) *gli interessi di [intermediario] o di un "soggetto rilevante" (o di soggetti aventi con essi un legame di controllo diretto o indiretto), e gli obblighi dell'impresa nei confronti della clientela; ovvero tra*
- (4) *gli interessi divergenti di due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali [intermediario] ha degli obblighi".*

Inserire definizione ai sensi del Regolamento di "soggetto rilevante".

Precisare che lo status del cliente al quale il servizio è fornito (se cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata) è irrilevante ai fini dell'esigenza di identificare i conflitti di interesse.

Riguardo ai criteri di identificazione dei conflitti, fare riferimento - riportandoli, con eventuali note illustrative di chiarimento - i criteri di cui all'art. 24 del Regolamento.

Es: "Al fine di identificare i conflitti di interesse, il personale e i responsabili d'area dovranno considerare se [intermediario] o un "soggetto rilevante" (o soggetti aventi con essi un legame di controllo diretto o indiretto)

- (e) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente. NB: non è sufficiente, per ravvisare un conflitto, che [intermediario], o gli altri soggetti indicati, possano conseguire un utile se non vi sia nel contempo un possibile svantaggio per un cliente o che un cliente nei confronti del quale [intermediario] ha degli obblighi possa conseguire un utile o evitare una perdita senza che vi sia una possibile perdita concomitante per un altro cliente;
- (f) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente ecc."]

2.2 **Procedura di segnalazione dei conflitti di interesse**

[Descrivere la procedura interna di segnalazione di un conflitto. La linea di reporting interno normalmente sarà:

dipendente → responsabile dell'unità operativa di appartenenza → funzione compliance → vertici aziendali (ai quali la funzione compliance riferirà almeno su base annua, sollecitando, se del caso, l'adozione di nuove misure di gestione)]

2.3 **Informativa al personale**

[È compito della funzione di compliance, in coordinamento con i responsabili delle varie unità operative, far sì che tutto il personale interessato sia adeguatamente informato dei contenuti della policy.

Descrivere le iniziative che saranno prese a tal fine: distribuzione di una copia della policy, sessioni di illustrazione e approfondimento delle tematiche rilevanti, disponibilità della funzione compliance per confronti su casi pratici].

2.4 **Responsabilità della funzione compliance**

[Descrivere le responsabilità della funzione compliance in materia di conflitti di interesse:

- *informativa al personale;*
- *raccolta delle segnalazioni di potenziali conflitti, provenienti dai responsabili delle unità operative;*
- *tenuta del registro ex art. 26 del Regolamento;*
- *informativa ai vertici aziendali almeno su base annua (in occasione della relazione sull'attività svolta ex art. 16(3) del Regolamento o comunque quando ritenuto opportuno) in merito ai nuovi conflitti identificati e proposta di opportune misure di gestione].*

2.5 **Misure organizzative di gestione dei conflitti di interesse**

[Descrizione sommaria delle misure che, in esito alle valutazioni fatte dai competenti organi aziendali, anche in virtù del contributo della funzione compliance, potranno essere adottate una volta che saranno state identificate nuove ipotesi di conflitto. Fare riferimento all'art. 25(4) del Regolamento].

* * *

3. **CONFLITTI DI INTERESSE IDENTIFICATI E RELATIVE MISURE ORGANIZZATIVE DI GESTIONE**

[Inserire tabella recante la descrizione dei conflitti già individuati, le relative misure di gestione, l'indicazione se queste misure siano o meno reputate sufficienti a gestire il conflitto con efficacia, e di conseguenza se si preveda o meno di fare la disclosure del conflitto al cliente.

Nella tabella, le misure adottate possono essere indicate usando una locuzione convenzionale, accompagnata da un breve commento, ad es. "Chinese Walls: separazione tra addetti a consulenza / collocamento / servizi finanziari / consulenza alle imprese".

In calce alla tabella, le singole misure possono essere illustrate, per tipologia, più diffusamente. Ad es: "Chinese Walls: si tratta di misure atte impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti coinvolti nelle attività in conflitto. Tali misure possono consistere anche nella separazione fisica tra i soggetti rilevanti, che sono collocati in postazioni lavorative ubicate in ambienti diversi, con l'obbligo di non scambiarsi le informazioni rispettivamente detenute in ragione della propria attività; ovvero nella archiviazione della documentazione, anche elettronica, generata nell'ambito delle attività in conflitto, in ambienti separati. La documentazione relativa a una delle attività in conflitto è resa non accessibile (eventualmente mediante l'utilizzo di passwords o simili accorgimenti), salvo autorizzazione da parte dei superiori per ragioni specifiche, al personale preposto alle altre attività".

Una breve nota esplicativa precede la tabella. Es: "Nella tabella che segue sono descritte le situazioni di potenziale conflitto che sono state identificate e risultano sussistenti alla data di redazione del presente documento.

In conformità al Regolamento, sono state identificate le situazioni di conflitto di interessi che si ritengono suscettibili di danneggiare in modo significativo gli interessi della clientela. Per ciascuna situazione:

- (a) sono indicate le misure organizzative adottate da [intermediario] per gestire efficacemente il conflitto;
- (b) si precisa se, mediante le misure adottate, sia stato possibile o meno evitare, con ragionevole certezza, il rischio di nuocere ai clienti; e conseguentemente
- (c) si indica se, ai sensi dell'art. 23(3) del Regolamento, si prevede di informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti del conflitto.

La mappatura dei conflitti di interesse esistenti sarà aggiornata periodicamente - e saranno adottate altresì, volta per volta, le opportune misure di gestione - grazie ai contributi e alle segnalazioni provenienti dalle varie aree, secondo la procedura descritta".

N.	Situazione di conflitto di interesse	Misure organizzative adottate per gestire il conflitto di interessi	Le misure adottate sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia stato evitato?	Dare informativa sul conflitto al cliente?
1	[[intermediario] può fornire consulenza in materia di investimenti su strumenti finanziari collocati da [intermediario] stesso o da società del suo gruppo (" Società Affiliate "), ovvero che [intermediario] o Società Affiliate negoziano per conto proprio, ovvero emessi da Società Affiliate o da emittenti ai quali [intermediario] o Società Affiliate prestano servizi finanziari (ad es. ai quali sono erogati finanziamenti) o forniscono servizi di consulenza alle imprese (in materia di capitale, di strategia industriale e di questioni connesse, di concentrazioni e acquisto di imprese), ovvero [intermediario] può fornire consulenza in materia di investimenti su quote di fondi comuni di investimento gestiti da Società Affiliate]	<ul style="list-style-type: none"> ▪ [<i>Chinese Walls</i> (separazione tra addetti a consulenza / collocamento / concessione prestiti / consulenza alle imprese)] ▪ [<i>Restricted list e watch list</i>] ▪ [Vigilanza separata] ▪ [•] 	[No/Sì]	[Sì/No]
[•]	[•]	[•]	[•]	[•]
[•]	[•]	[•]	[•]	[•]
[•]	[•]	[•]	[•]	[•]

Legenda:

Chinese Walls: misure atte impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti coinvolti nelle attività in conflitto. Tali misure possono consistere anche nella separazione fisica tra i soggetti rilevanti, che sono collocati in postazioni lavorative ubicate in ambienti diversi, con l'obbligo di non scambiarsi le informazioni rispettivamente detenute in ragione della propria attività; ovvero nella archiviazione della documentazione, anche elettronica, generata nell'ambito delle attività in conflitto, in ambienti separati. La documentazione relativa a una delle attività in conflitto è resa non accessibile (eventualmente mediante l'utilizzo di passwords o simili accorgimenti), salvo autorizzazione da parte dei superiori per ragioni specifiche, al personale preposto alle altre attività.

Restricted list e watch list: [•]

Vigilanza separata: [•]

Retribuzioni indipendenti: [•]

[•]

[•]

4. OPERAZIONI PERSONALI

4.1 Divieti

[Riportare i divieti in materia di operazioni personali - riferimento all'art. 18 del Regolamento.]

Es: "È fatto divieto a qualunque "soggetto rilevante" (come definito al § [•]) coinvolto in attività che possono dare origine a conflitti di interesse ovvero che abbia accesso a informazioni privilegiate (di cui all'articolo 181 del TUF) o ad altre informazioni confidenziali riguardanti clienti od operazioni con o per conto di clienti nell'ambito dell'attività svolta per conto della [intermediario], di effettuare "operazioni personali" (come definite infra al § [•]) che rientrano tra le fattispecie di operazioni di cui alla Parte V, Titolo I-bis, Capi II e III, del TUF (reati o illeciti amministrativi di "abuso di informazioni privilegiate" e "manipolazione del mercato". Si veda il Glossario per le relative fattispecie), implicano l'abuso o la divulgazione scorretta delle informazioni confidenziali riguardanti clienti o loro operazioni ecc."

Indicare ambito di esenzione dai divieti - cfr. art. 18(3) del Regolamento.]

4.2 Definizione di "operazione personale"

[Riportare la definizione di operazione personale ai sensi del Regolamento]

4.3 Informativa al personale

[È compito della funzione di compliance, in coordinamento con i responsabili delle varie unità operative, far sì che tutto il personale interessato sia a conoscenza delle restrizioni sulle operazioni personali e delle misure adottate dall'intermediario in materia di operazioni personali, di cui alla policy. Descrivere le iniziative volte all'informativa del personale]

4.4 Segnalazioni e registrazioni

[Descrivere obbligo e modalità di segnalazione delle operazioni personali alla funzione compliance.]

Descrivere modalità di tenuta e conservazione, a cura della funzione compliance, di un apposito registro delle operazioni personali, ex art. 18(2)(c) del Regolamento].

APPENDICE 2

Compendio della normativa

1. Principi generali

Ai sensi dell'art. 23 del Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob del 29 ottobre 2007, di cui all'art. 6, co. 2 bis, del Testo Unico della Finanza (il "**Regolamento**"), gli intermediari sono tenuti ad adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio e attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi.

In relazione ai conflitti di interesse individuati, gli intermediari sono tenuti ad adottare idonee misure organizzative di gestione del conflitto, assicurando in particolare che i soggetti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse siano in condizioni di agire in modo indipendente, così da evitare che i conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti.

Solo nei casi in cui le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, si dovranno informare i clienti, prima di iniziare a prestare il servizio, della natura e/o delle fonti dei conflitti, affinché essi, muniti delle necessarie informazioni, possano prendere una decisione in ordine alla opportunità di usufruire o meno dei servizi dell'intermediario, tenuto conto dei conflitti esistenti.

2. Conflitti di interesse rilevanti

Tra le circostanze che devono essere considerate tali da far sorgere un conflitto di interesse rientrano le situazioni nelle quali esista un potenziale conflitto tra:

- (1) gli interessi dell'intermediario o di un "soggetto rilevante" (come di seguito definito) (o di soggetti aventi con essi un legame di controllo diretto o indiretto), e gli obblighi dell'intermediario nei confronti della clientela; ovvero tra
- (2) gli interessi divergenti di due o più clienti nei confronti di ciascuno dei quali l'intermediario ha degli obblighi.

Per "soggetto rilevante" si intende il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie:

- (i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario;
- (ii) i dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte dell'intermediario;
- (iii) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte dell'intermediario.

Lo status del cliente al quale il servizio è fornito (se cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata) è irrilevante ai fini dell'esigenza di identificare i conflitti di interesse.

Come criterio per identificare i conflitti di interesse che possono insorgere nella prestazione dei servizi e che possono danneggiare gli interessi dei clienti, gli intermediari devono considerare se, a seguito

della prestazione di servizi, essi, un "soggetto rilevante" (come sopra definito) o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:

- (a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- (b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;
- (c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- (d) svolgano la medesima attività del cliente;
- (e) ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

3. **Politica di gestione dei conflitti di interesse**

Gli intermediari formulano per iscritto, applicano e mantengono un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse "in linea con il principio di proporzionalità", ossia il principio in base al quale gli intermediari sono chiamati ad applicare le disposizioni del Regolamento in maniera proporzionata alla natura, alla dimensione e alla complessità dell'attività svolta nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati.

La politica di gestione dei conflitti di interesse deve tener conto delle circostanze, di cui gli intermediari sono a conoscenza, connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al proprio gruppo.

La politica di gestione dei conflitti di interesse deve:

- (a) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti;
- (b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire dei conflitti.

Le procedure e le misure di gestione dei conflitti devono garantire che i soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse svolgano queste attività con un grado di indipendenza appropriato, tenuto conto delle dimensioni e delle attività dell'intermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati.

4. **Misure di gestione dei conflitti**

Tra le misure da adottare, per la gestione dei conflitti identificati, potranno rientrare, se ritenuto opportuno dall'intermediario, le misure e le procedure volte a:

- (a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti;
- (b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato;

- (c) eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interesse;
- (d) impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori;
- (e) impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento o servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.

Dovranno in ogni caso essere prese in considerazione anche misure diverse, ove ritenute opportune.

5. Registro dei conflitti

Gli intermediari devono istituire e aggiornare, in modo regolare, un registro nel quale riportare, annotando i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento interessati, le situazioni nelle 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 gravemente gli interessi di uno o più clienti.

6. Regole aggiuntive per i conflitti di interessi nella produzione e divulgazione di ricerche in materia di investimenti

Una disciplina specifica in materia di conflitti di interesse è prevista per gli intermediari che producono o dispongono la produzione di ricerche in materia di investimenti, che sono o potranno essere divulgate ai loro clienti o al pubblico sotto la loro responsabilità o sotto la responsabilità di un membro del loro gruppo.

In particolare, questi intermediari devono predisporre tutte le misure di gestione dei conflitti di interesse opportune - tra quelle menzionate al precedente paragrafo 1.4 - in relazione agli analisti finanziari coinvolti nella produzione delle ricerche che si trovano in situazione di potenziale conflitto di interessi con coloro ai quali le ricerche sono divulgate.

Inoltre, gli intermediari che producono o dispongono la produzione di ricerche devono adottare misure aggiuntive, volte ad assicurare che:

- (a) gli analisti finanziari e gli altri "soggetti rilevanti" (come sopra definiti) non realizzino operazioni personali o eseguano ordini, relativi a strumenti finanziari oggetto di ricerca in materia di investimenti o ad essi correlati, ad eccezione di ordini non sollecitati. Gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti sono sottoposti a questo divieto se hanno conoscenza dei tempi o del contenuto probabili della ricerca in questione e tali notizie non sono accessibili al pubblico o ai clienti e non possono essere facilmente dedotte dalle informazioni disponibili, fino a quando i destinatari della ricerca in materia di investimenti non abbiano avuto ragionevolmente la possibilità di agire sulla base di tale ricerca;
- (b) in ogni caso, gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti coinvolti nella produzione di ricerche in materia di investimenti non realizzino operazioni personali relative a strumenti finanziari oggetto della ricerca o ad essi correlati, che siano contrarie alle raccomandazioni correnti, salvo che in circostanze eccezionali e con la preventiva autorizzazione della funzione di controllo di conformità;
- (c) l'intermediario stesso, gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti coinvolti nella produzione di ricerche in materia di investimenti non accettino incentivi da parte di persone aventi un interesse significativo nell'oggetto della ricerca in materia di investimenti, fatta eccezione per incentivi di modico valore, comunque inferiore a quanto specificamente indicato nella politica di gestione dei conflitti di interesse;

- (d) l'intermediario, gli analisti finanziari e gli altri soggetti rilevanti coinvolti nella produzione di ricerche in materia di investimenti non promettano trattamenti di favore agli emittenti degli strumenti finanziari;
- (e) soggetti diversi dagli analisti finanziari, inclusi gli emittenti, non siano autorizzati ad esaminare, prima della diffusione delle ricerche in materia di investimenti, le relative bozze, per verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali contenute in tale ricerca o per fini diversi dalla mera verifica del rispetto degli obblighi regolamentari, nel caso in cui le bozze contengano una raccomandazione o un prezzo di riferimento.

Gli intermediari che divulgano al pubblico o ai propri clienti una ricerca in materia di investimenti prodotta da terzi non sono tenuti a predisporre alcuna misura di gestione dei potenziali conflitti di interesse se ricorrono le seguenti condizioni:

- (a) il soggetto che produce la ricerca in materia di investimenti non appartiene al proprio gruppo;
- (b) gli intermediari non modificano in modo rilevante le raccomandazioni contenute nella ricerca in materia di investimenti;
- (c) gli intermediari non presentano la ricerca in materia di investimenti come propria;
- (d) gli intermediari verificano che l'autore della ricerca sia sottoposto ad obblighi equivalenti a quelli previsti dal Regolamento in relazione alla produzione di tale ricerca.