

Milano, 21 agosto 2017

CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini 3

00198 Roma

Prot. 44/17

MFE/gc/sg

Inviata tramite SIPE

OGGETTO: Risposta di ASSOSIM al documento di consultazione “*Modifiche al Regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*”

Nel ringraziare per l’opportunità di partecipare alla consultazione, ASSOSIM, previo confronto con le proprie Associate, svolge le considerazioni sotto riportate.

Giova premettere che, in considerazione delle numerose attività e procedure da porre in essere in un breve lasso temporale, sarebbe oltremodo importante per l’industria l’introduzione di una fase transitoria di sei mesi per la graduale entrata in vigore delle nuove disposizioni, al fine di apportare gli opportuni adeguamenti ai contratti in essere (così come proposto dalla Commissione VI Finanze in sede di rilascio di parere al Governo sullo schema di decreto legislativo recante modifiche al TUF).

Considerato inoltre che la data di scadenza della presente consultazione cade pressoché in costanza del corrente periodo feriale estivo, durante il quale la scrivente associazione non è stata in grado di interagire a pieno con gli intermediari associati, chiediamo a codesta rispettabile Autorità di voler considerare la possibilità di tenere in considerazione anche commenti che dovessero essere eventualmente sottoposti alla Sua attenzione da ogni parte interessata anche durante il mese di settembre e, comunque, entro il termine concesso per rispondere all’analogha consultazione sulle modifiche da apportare al Regolamento Mercati.

Member of ICSA - International Council of Securities Associations

Art. 27 (Requisiti generali delle informazioni)

Il comma 2 della disposizione in oggetto richiede agli intermediari di fornire “*tempestivamente*” ai clienti o ai potenziali clienti le informazioni meglio dettagliate nell’elenco ivi riportato.

Al riguardo, seppure tale avverbio sia presente nella versione italiana dell’art. 24(4) della Direttiva MiFID II (che l’articolo 27 per l’appunto riprende a fini di recepimento), si suggerisce tuttavia di utilizzare l’espressione “*a tempo debito*” in luogo di quella sopra richiamata. Ciò sia al fine di maggiore conformità all’espressione “*in good time*” di cui alla versione inglese della predetta disposizione della Direttiva sia per maggiore chiarezza nell’applicazione concreta della norma.

Sotto quest’ultimo profilo, si consideri il fatto che alcune delle informazioni di cui all’elenco *ex art. 27(2)* del documento di consultazione possono essere fornite *ex ante* (i.e. in sede precontrattuale), mentre altre *ex post*; in siffatto contesto, l’utilizzo del termine “*tempestivamente*” potrebbe risultare fuorviante.

Inoltre, il riferimento a “*pagamenti a terzi*” contenuto al comma 2, lett. d), dell’articolo in commento dovrebbe, ad avviso della scrivente, essere modificato in “*pagamenti da terzi*”, in aderenza a quanto disposto dall’art. 50(2), ultimo capoverso del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 (di seguito, il **Regolamento**). Infatti, sebbene l’art. 24, comma 4, lett. c), della versione italiana della Direttiva utilizzi la locuzione “*pagamenti a terzi*”, il testo inglese fa riferimento a “*third-party payments*”, così come l’art. 50 del Regolamento (“*third party payments received by investment firms*”). Tale lettura sembra inoltre quella maggiormente rispondente alle finalità dell’informativa ai clienti.

Infine, si segnala l’opportunità di ricevere chiarimenti in merito al disposto del comma 5 dell’art. 50 del Regolamento (richiamato dal comma 2-*bis* dell’articolo in commento).

Ad avviso della scrivente, con riferimento alle situazioni descritte alle lettere a) e b) del predetto art. 50 e tenendo conto dei relativi profili applicativi, sarebbe opportuno chiarire che l’informativa trova applicazione esclusivamente nei casi in cui: i) l’impresa presti il servizio di consulenza o il servizio di collocamento (“*raccomandazione o offerta in vendita*”), oppure, ii) limitatamente ai PRIIPS e agli OICVM, laddove, ai sensi della normativa di riferimento, occorra fornire il KID/KIID ai clienti.

Qualora codesta Autorità non ritenesse di accogliere la lettura suindicata, giova sottolineare che sussistono rilevanti criticità operative circa l’applicazione alla prestazione del servizio di gestione individuale del previsto regime di *disclosure* su costi e oneri relativi a strumenti finanziari. Si ritiene infatti che, da un punto di vista sostanziale, le caratteristiche del servizio in questione mal si attaglierebbero con la previsione in capo all’impresa di investimento di un obbligo di informativa *ex ante* (e in tempo utile) su costi e oneri relativi a strumenti finanziari oggetto di operazioni di volta in volta disposte dalla medesima in esecuzione del mandato gestorio.

Art. 37 (Contratti)

Si suggerisce di rivedere la formulazione del comma 2, lett. e), per renderla maggiormente aderente al disposto dell'art. 62 del Regolamento.

Quest'ultimo prevede, al secondo comma, obblighi di comunicazione supplementari -per le imprese di investimento che detengono un conto di un cliente al dettaglio (rapporti amministrati)- al raggiungimento di date soglie di deprezzamento del valore di uno strumento finanziario, caratterizzato da effetto leva/presenza di passività potenziali. L'art. 37, comma 2, dovrebbe essere conseguentemente riformulato come segue al fine di renderlo maggiormente aderente al disposto dell'art. 62, comma 2, e di chiarire che le disposizioni nello stesso contenute trovano applicazione esclusivamente ai conti amministrati:

~~“e) indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, e di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni in strumenti finanziari caratterizzati dall'effetto leva o di operazioni con aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali, superiori la soglia del deprezzamento di cui all'art. 62, comma 2, del regolamento (UE) 2017/565 al costo di acquisto degli strumenti finanziari al cui raggiungimento oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente. Il deprezzamento è calcolato strumento per strumento se non diversamente concordato;~~
~~(...)”.~~

Art. 38 (Contratti relativi alla gestione di portafogli)

Il primo comma dell'art. 62 del Regolamento disciplina obblighi di comunicazione supplementari al raggiungimento di date soglie di deprezzamento del valore complessivo del portafoglio con riferimento al servizio di gestione su base individuale. Ad avviso della scrivente, un esplicito riferimento a detta disposizione andrebbe quindi inserito nell'articolo 38 in commento.

Appropriatezza e Adeguatezza

Sebbene nel regime MiFID II i canoni dell'adeguatezza e dell'appropriatezza conservino, sotto un profilo sostanziale, il significato attuale, nella disciplina delegata i termini identificativi degli stessi vengono utilizzati l'uno al posto dell'altro e, in alcuni casi, sostituiti dal concetto di “idoneità”, ingenerando in tal modo una confusione terminologica che potrebbe ostacolare la corretta interpretazione delle norme, specie in sede giudiziaria. In particolare, sebbene l'art.25 della Direttiva MiFID II nel titolo parli di idoneità e adeguatezza (“Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza e comunicazione ai clienti”), lo stesso accoglie la terminologia finora in uso nei paragrafi che lo costituiscono. Al contrario, il Regolamento, nella versione in lingua italiana,

non solo intitola la sezione 3 “Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza” (e non menziona quindi l'appropriatezza) ma contiene disposizioni che utilizzano i termini idoneità, adeguatezza e appropriatezza in modo difforme rispetto al regime vigente. In particolare, il primo articolo della sezione, il 54, parla di sola idoneità (“Valutazione dell'idoneità e relazioni sull'idoneità”) e si riferisce esplicitamente alla consulenza e alla gestione di portafoglio. In questo modo, l'adeguatezza è divenuta idoneità. Detta impostazione è ribadita nei due successivi articoli: il 55 “Disposizioni comuni per la valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza” e il 56 “Valutazione dell'adeguatezza e obblighi in materia di registrazioni connessi”. Invero, in tali articoli si parla di informazioni appropriate e di servizi appropriati, ma il riferimento all'adeguatezza è operato per i servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli. Sembra quindi che nel Regolamento il termine appropriatezza sia stato sostituito da adeguatezza e quest'ultima da idoneità. In realtà, a ben guardare, i testi inglesi utilizzano i termini *suitability* e *appropriateness* in continuità con oggi. Pare quindi una mera questione di traduzione. Ciò che rileva ai nostri fini è, tuttavia, che la nuova terminologia non sia in linea con quella, in lingua italiana, di derivazione MiFID I.

Venendo alla consultazione in oggetto, il testo proposto sembra utilizzare i termini in commento con il loro significato attuale, tralasciando l'idoneità e riprendendo il dualismo tra adeguatezza e appropriatezza (adeguatezza per consulenza e gestione di portafoglio e appropriatezza per gli altri servizi d'investimento). In realtà, facendo rinvio, vuoi nel testo vuoi nelle note di commento, agli articoli del Regolamento, ne acquisisce comunque le definizioni, generando confusione tra le due diverse terminologie.

In particolare:

- L'art.37 parla di adeguatezza degli strumenti finanziari o dei servizi raccomandati nella prestazione del servizio di consulenza. Nel commento si richiama l'art.58 del Regolamento, il quale parla esplicitamente di idoneità degli strumenti finanziari;
- L'art.39 parla di servizi e strumenti finanziari adeguati, ma rinvia agli articoli 53, 54 e 55 del Regolamento che prevedono la valutazione di idoneità, a seconda dei casi, sia per adeguatezza, sia per appropriatezza. Il massimo della confusione nominalistica;
- L'art.40 bis disciplina la dichiarazione di adeguatezza, prevedendo inoltre l'applicazione dell'art.54, par.12, del Regolamento in materia di idoneità;
- L'art.41 contiene disposizioni in materia di appropriatezza, ma richiama due articoli (55 e 56) del Regolamento su idoneità e adeguatezza;
- L'art.43, al par.1, lett. c) cita l'appropriatezza, nel significato riconosciuto dalla disciplina vigente, come mantenuto nel RI;
- L'art.44 bis richiama sia l'adeguatezza sia l'appropriatezza secondo la definizione del RI e in linea con la disciplina vigente.

Sulla base di quanto sopra, essendo i termini adeguatezza, appropriatezza e idoneità quasi sinonimi, è evidente il rischio di confusione, specie se le diverse fonti li usano per definire concetti diversi. Sarebbe quindi opportuno specificarne il significato nell'articolo dedicato alle

definizioni. In alternativa, si potrebbero inserire nel RI note di chiarimento a piè di pagina specificando le differenze nominalistiche con il Regolamento. In questo modo si semplificherebbe la comprensione dei diversi concetti e quindi la relativa applicazione.

Art. 43 (Condizioni)

Relativamente alla lista di strumenti finanziari che non possono essere trattati in modalità “*execution only*”, non si rinvencono nel nostro ordinamento strumenti quali le “*azioni che incorporano uno strumento derivato*” (par. a.1) del primo comma dell’articolo in esame). A fini di chiarezza, si chiede quindi di esplicitare nel documento di esiti della consultazione a quali casistiche occorra eventualmente far riferimento

Art. 45 (Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente)

Per quanto riguarda l’esecuzione per conto di clienti al dettaglio, riteniamo che il nuovo comma 4 (erroneamente indicato nel testo come comma 5) debba richiamare il disposto di cui alla lett. b) del precedente comma 3 e non, quindi, quello di cui alla lett. a). Il criterio del corrispettivo totale (che presuppone la conoscenza delle condizioni di prezzo espresse dal mercato in un dato momento) trova infatti applicazione al momento dell’orientamento della scelta verso la sede nella quale dare effettiva esecuzione all’ordine.

Con riferimento al comma 6-ter, si segnala che, in accordo alla nostra lettura della Direttiva MiFID II, i dati sul prezzo, i costi, la velocità e la probabilità dell’esecuzione per singoli strumenti finanziari devono essere inseriti esclusivamente nelle relazioni periodiche sulla qualità dell’esecuzione delle *venue* (si veda al riguardo quanto previsto all’art. 27(3) MiFID II, come meglio disciplinato dal Regolamento delegato (UE) 2017/575) e non, quindi, anche nei rendiconti periodici di cui all’art. 53, comma 1, del RI. Una tale lettura, ad avviso della scrivente, sarebbe inoltre più confacente alla natura *ex post* del rendiconto, che non sarebbe la giusta sede per accogliere un dato tipicamente *ex ante* quale quello della probabilità di esecuzione.

Art. 49 (Principi generali)

Con riferimento al comma 1.bis, si propone di far riferimento al testo inglese della Direttiva MiFID II che utilizza il termine “*time*”, e quindi “momento”, in quanto il parametro della “*data*” non sarebbe sufficiente ad assicurare una gestione ordinata degli ordini dei clienti.

Relativamente al comma 2, non si comprende l’inserimento del riferimento all’art. 4 del Regolamento MiFIR che disciplina le deroghe alla trasparenza *pre-trade* da parte delle sedi di negoziazione. Ad avviso della scrivente, detto richiamo andrebbe eliminato.

TITOLO V - INCENTIVI

Per quanto attiene alla nozione di ricerca finanziaria rilevante ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui al TITOLO V del RI, si chiede di confermare che si debba far riferimento a quanto stabilito nei considerando 28 e 29 della Direttiva delegata (UE) 2017/593.

Art. 52-ter (Incentivi riguardanti il servizio di gestione di portafogli e di consulenza su base indipendente)

Si chiede di riconsiderare la decisione assunta da codesta Autorità di non esercitare l'opzione riconosciuta agli Stati membri dall'art. 12(3)(e) della direttiva delegata di individuare altri benefici non monetari ammissibili. Al riguardo riteniamo debbano essere considerati tali tutti i benefici che per loro natura e, quindi, indipendentemente dal loro inserimento in un'elencazione che dovrebbe avere valore esclusivamente indicativo, rispettano le condizioni dettate al comma 4 dell'articolo in commento. Si chiede cioè di consentire agli intermediari di considerare benefici non monetari ammissibili tutti quelli che, in base a loro autonome valutazioni e a prescindere da qualsiasi elencazione (che come detto acquisterebbe pertanto valore meramente esemplificativo), siano ragionevoli e proporzionati e tali da non incidere sul loro comportamento in modo pregiudizievole per gli interessi del cliente.

In subordine, in linea con quanto già previsto dalle Autorità di vigilanza di altri paesi UE e, in particolare, con quanto disposto dalla FCA (COBS2.3A.19R) in quanto autorità di vigilanza dei principali *competitor* degli intermediari domestici sul territorio italiano, si chiede di includere nell'elencazione di cui al comma 3 dell'articolo stesso quantomeno:

- a. La ricerca fornita nell'ambito di periodi di prova gratuita (*free trial period of research services*) nonché
- b. La ricerca fornita nell'ambito di operazioni di raccolta di capitali sul mercato primario (*connected research*) anche laddove non commissionata o pagata/finanziata dall'emittente.

La prima delle menzionate esenzioni (*free trial period of research services*) contribuirebbe tra l'altro a migliorare la qualità della ricerca, consentendo a nuovi *provider* accesso a un mercato che gli sarebbe viceversa precluso ove, come attualmente previsto dalle disposizioni in consultazione, la fornitura di ricerca fosse subordinata alla previa stipula di un accordo con il relativo beneficiario (*recipient*) e al pagamento, da parte di questo, di un corrispettivo. La seconda risulterebbe invece fondamentale al fine di agevolare l'accesso al mercato dei capitali di nuovi emittenti e, in particolare, di emittenti di minori dimensioni (PMI).

Sempre in via subordinata -laddove cioè la Consob non ritenesse di accogliere la sopra descritta richiesta di inserire al comma 3, in luogo dell'elencazione attualmente prevista, una clausola generale che consideri ammissibili tutti i benefici di minore entità che rispettino i requisiti attualmente previsti al successivo comma 4-, si chiede che la Consob valuti periodicamente la rispondenza di tale elencazione all'obiettivo di salvaguardia della competitività del sistema

finanziario nazionale sancito dall'art. 5 TUF. In particolare, si chiede che la Consob includa di volta in volta in tale elenco (come peraltro integrato al fine di includere quantomeno i *free trial period* e la *connected research*) tutti i benefici di minore entità classificati quali tali dall'ESMA¹ e negli ordinamenti degli altri paesi UE (e, in particolare, in quelli di origine degli intermediari non italiani operanti sul territorio nazionale, quali ad esempio quelli di UK², Francia³, Germania e Spagna), tra cui:

- a. il materiale pre-deal, commissionato da potenziali emittenti e prodotto dalle imprese di investimento che prestano in loro favore il servizio di collocamento, purché sia chiara la natura del materiale e questo sia messo a disposizione di ogni potenziale investitore;
- b. la ricerca su un titolo sponsorizzata dall'emittente, purché sia fornita anche alle altre imprese di investimento o sia resa pubblica;
- c. il materiale o servizi non approfonditi costituiti da un commento su un mercato a breve termine sulle ultime statistiche economiche o sui risultati societari;
- d. documenti che ripetano o sintetizzino notizie di dominio pubblico o informazioni pubblicamente rese da un emittente;
- e. il materiale o servizi non approfonditi costituiti da informazioni sulle pubblicazioni o eventi futuri fornite da terzi e che contengono solo un breve sunto della propria opinione su tali informazioni che non sono fondate né includono analisi approfondite, come ad esempio nei casi in cui semplicemente ribadiscono una visione basata su una raccomandazione esistente o su materiale o servizi di ricerca approfonditi;
- f. i road-show organizzati dall'emittente per supportare la raccolta di capitale;
- g. la ricerca liberamente accessibile ai potenziali investitori o al pubblico;
- h. l'analisi macro-economica qualora sia generica per sua natura, ovvero sia accessibile a tutti i potenziali investitori (anche nell'ambito di seminari ad hoc) o al pubblico;
- i. i seminari volti, in tutto o in parte, a promuovere determinati strumenti finanziari, anche laddove prevedano la partecipazione di economisti o altri esperti del settore finanziario che menzionino scenari macroeconomici.

Art. 52-octies (Esecuzione degli ordini)

Si ritiene che la prestazione di benefici o servizi a soggetti diversi da intermediari aventi sede nell'Unione europea non rientri nell'ambito di applicazione delle disposizioni di cui al presente Titolo. In particolare, si ritiene che non costituisca incentivo rilevante ai fini dell'applicazione di tali disposizioni la fornitura di ricerca finanziaria a clienti (*retail* o professionali che siano, incluse le compagnie assicurative) che non assumono la qualifica di intermediari ai sensi delle disposizioni del RI. Ciò posto, si chiede di chiarire che, analogamente a quanto espressamente previsto al successivo comma 2, anche il disposto del primo comma dell'art. 52-octies trova applicazione solo ed esclusivamente in relazione alla "trattazione" di ordini impartiti da

¹ Cfr. Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics.

² Cfr. PS17/14: MiFID II implementation – Policy Statement II, part 7 and 15.

³ Cfr. New rules for the funding of research: explanatory guide published on July 28, 2017.

intermediari aventi sede nell'UE. Sarebbe di conseguenza esclusa dalla disciplina degli incentivi la fornitura di benefici e, in particolare, di ricerca finanziaria a soggetti diversi dagli intermediari abilitati, ovunque stabiliti (i.e. all'interno o fuori dell'UE), nonché la fornitura di analoghi benefici a intermediari stabiliti fuori dalla UE.

Art. 59-quinquies (Conoscenze e competenze)

Con riguardo all'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo della norma si svolgono le seguenti considerazioni:

- a. chiarito il fatto che la disciplina trova applicazione nei confronti sia della clientela *retail* sia della clientela professionale, parrebbe opportuno a parere della scrivente prevedere requisiti meno stringenti per i membri del personale degli intermediari che si relazionino esclusivamente con clientela professionale, la quale, per definizione, possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti alla propria operatività;
- b. avuta conferma del coinvolgimento nella disciplina in tema di fornitura delle informazioni del solo personale effettivamente addetto alla prestazione di servizi di investimento o servizi accessori, si reitera la richiesta, già avanzata in occasione della risposta alla consultazione preliminare del 22 dicembre 2016, di escludere dall'ambito di applicazione i soggetti che ricoprono posizioni apicali ove non direttamente coinvolti nella prestazione di tali servizi;
- c. qualora codesta Autorità dovesse confermare l'impostazione assunta a suo tempo circa la presunzione di consulenza in tutti i casi in cui intermediario e cliente utilizzino uno strumento di comunicazione che consenta loro un'interazione diretta, si chiede di esemplificare le casistiche di effettiva fornitura di informazioni;
- d. si rinnova la richiesta di precisare chiaramente che la fornitura di informazioni su servizi accessori ricade nell'ambito di applicazione della norma solo quando tali servizi siano accessori a un servizio di investimento principale contestualmente prestato, posto che l'obbligo di conseguire un adeguato livello di conoscenze e competenze sui prodotti offerti trae il proprio fondamento nella "complessità e sempre maggiore innovatività dei prodotti di investimento venduti", come ricordato al Considerando 79 della MiFID II.

Art. 59-sexies (Requisiti necessari per fornire informazioni)

Nella declinazione delle qualifiche idonee a comprovare la presenza dei requisiti di conoscenza si valuta positivamente l'avvenuto inserimento di un riferimento al "titolo di studio estero equipollente"; tuttavia, laddove questo possa favorire l'accertamento dei requisiti per membri del personale provenienti da altri Stati membri/dall'estero, non assicura analogo riconoscimento ai membri del personale che dovessero ad esempio spostarsi dall'Italia in una sede del gruppo situata in un altro Stato membro.

Infatti la MiFID II, all'art. 25, demanda a ciascuno Stato membro la definizione dei criteri da utilizzarsi per la valutazione di conoscenze e competenza, legittimando in tal modo un proliferare di specificità locali che di fatto impedisce la libera circolazione dei lavoratori (rectius delle qualifiche funzionali al riconoscimento delle conoscenze), costringendo di volta in volta il soggetto ad acquisire le certificazioni specifiche richieste nel singolo paese, con conseguenze importanti in termini di costi e di tempo per l'intermediario. Si chiede pertanto alla Consob di farsi portavoce presso l'ESMA della problematica appena rappresentata – e per il cui approfondimento la scrivente si rende disponibile – perché lo stesso chiarisca che, nel rispetto del principio della libera prestazione dei servizi e libera circolazione dei lavoratori e pur in presenza di specificità da Stato a Stato, un soggetto in possesso dei requisiti necessari per svolgere lecitamente un'attività in uno Stato membro si debba vedere riconosciuta la possibilità di svolgere tale attività il tutto il territorio UE, senza necessità di acquisire ulteriori certificazioni.

Al comma 2, lett. c), dell'art. 59-*sexies*, è aggiunto un richiamo al “*master post lauream*”, in relazione al quale si chiedono maggiori delucidazioni: a giudizio di Assosim l'espressione non dovrebbe limitarsi a ricomprendere solo i master universitari, ma qualunque tipo di master e dovrebbe includere anche le certificazioni di carattere internazionale, quali, a titolo puramente esemplificativo, il CFA. Si rileva inoltre la necessità di equiparare il *wording* nella descrizione da un lato delle discipline di riferimento per le lauree specialistiche di cui al comma 2, lett. a) dell'art. 59-*sexies* (“economiche, giuridiche, bancarie o assicurative”) e dall'altra delle discipline di riferimento per i *master post lauream* di cui alla successiva lett. c) (“economiche, giuridiche o finanziarie”).

In relazione al diploma di istruzione secondaria superiore, il richiamo alla durata quinquennale pone alcuni quesiti in relazione al corretto inquadramento di titoli di studio oggi di durata quinquennale ma un tempo quadriennale (quali il diploma magistrale o di altri diplomi conseguiti presso istituti professionali). Trattandosi con tutta probabilità di situazioni attinenti esclusivamente a lavoratori sopra una certa età, sarebbe a nostro giudizio opportuno prevedere una disposizione transitoria per disciplinare le casistiche appena descritte. Non appare infatti corretto assimilare tale tipologia di diplomi ai quelli di scuola secondaria di primo grado disciplinata al successivo art. 59-*novies*. Occorre inoltre considerare che, a partire dall'anno scolastico 2018/2019, prenderà il via, per un campione di scuole e in via sperimentale, il ciclo di istruzione secondaria superiore di durata quadriennale, in linea con quanto previsto in altri Paesi UE. Tenendo conto di questa ulteriore casistica (che potrebbe diventare ben più ampia qualora la sperimentazione avesse esito positivo), sarebbe preferibile eliminare del tutto il riferimento alla durata del ciclo.

Con riferimento alle caratteristiche della formazione professionale così come descritte al comma 5 dell'art. 59-*sexies*, si chiede conferma della possibilità di effettuare la formazione anche in modalità e-learning. Si ritiene inoltre necessario, per una corretta costruzione dell'iter formativo, avere maggiori delucidazioni in relazione alle nozioni di “competenze tecnico-

operativo” (si intendono richiamare forme di *role-playing*, esercitazioni, etc?) e “corretta comunicazione con la clientela” (il riferimento è da intendersi alle *soft skills*?).

Si chiede inoltre conferma del fatto che almeno i corsi tenuti dagli intermediari ai membri del personale nel biennio 2015-2016 possano essere riconosciuti nel computo delle 60 ore richieste, qualora tali corsi abbiano i requisiti previsti per la formazione professionale e sempre che i soggetti beneficiari abbiano iniziato la propria attività entro 12 mesi dalla formazione ricevuta.

Con riguardo al soggetto, di cui al comma 6 dell’art. 59-sexies, che somministra il test di verifica al termine della formazione, si chiede di consentire anche agli intermediari che abbiano optato per la gestione diretta della formazione professionale di decidere se affidare l’esecuzione del test a un soggetto diverso o se effettuarlo in casa, ponendo in essere tutti i presidi necessari per garantire in ogni caso lo svolgimento di un test imparziale. Tale soluzione permetterebbe agli intermediari che abbiano scelto la formazione interna di evitare, a condizione di garantire una tale imparzialità e rigore nell’esecuzione dei test, costi eccessivi per l’esecuzione del test finale.

Anche con riguardo al caso in cui l’intermediario decida di tenere in-house i test, si chiedono maggiori dettagli sulle caratteristiche minime degli stessi al fine di garantire una omogeneità nella valutazione dei requisiti nei soggetti esaminati, indipendentemente dall’ente formatore.

Sulle modalità di svolgimento del test, si chiede di confermare la possibilità di effettuarlo sia in aula, sia in modalità e-learning, a scelta dell’intermediario o dell’ente certificatore.

In relazione al comma 8 dell’art. 59-sexies che fissa in dieci anni il periodo antecedente utile per il computo dell’esperienza lavorativa, posto non sarebbe utile richiedere che una tale attività sia stata l’unica svolta nel periodo, si chiede di poter ritenere utili anche attività che, pur non inquadrabili nei servizi pertinenti, abbiano comunque consentito al membro del personale di acquisire conoscenze rientranti nelle materie individuate ai punti 17 e 18 degli Orientamenti ESMA

Art. 59-septies (Requisiti necessari per prestare consulenza)

Si valuta sfavorevolmente la previsione di periodi minimi di esperienza raddoppiati per i consulenti rispetto ai requisiti previsti per i fornitori di informazioni. Si ribadisce, infatti, che, se venisse confermata l’impostazione Consob già ricordata in commento all’art. 59-quinquies sulla generalizzazione della nozione di consulenza, la cennata previsione finirebbe per tradursi in una estensione di fatto alla quasi totalità dei membri del personale. Ciò rappresenterebbe per gli operatori italiani non solo l’imposizione di ingenti oneri organizzativi ed economici, ma anche un innegabile svantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti europei.

Laddove pertinenti, si ripropongono inoltre le medesime considerazioni proposte con riguardo all'art. 59-sexies.

Art. 59-octies (Altri requisiti)

Con riferimento agli obblighi posti in capo al supervisore, di cui al comma 1, lett. e) dell'articolo in esame, si ribadisce quanto già precisato nella risposta alla consultazione preliminare circa l'impossibilità di una contiguità fisica tra tutor e supervisionato per ragioni sia organizzative sia di contenimento dei costi.

D'altra parte anche ESMA nel "Final Report- Guidelines for the assessment of knowledge and competence" del dicembre 2015 si esprimeva sul punto dicendo: "The explanation of what working "under supervision" entails has been further developed in the guidelines. Specifically, and in line with the SMSG advice, while on one hand **supervising a staff member would not mean "shadowing" the work of that staff member or being present at all times during client meetings**, on the other hand any advice or information given by the employee without appropriate qualification should be under the full responsibility of the supervising staff member (for example, suitability reports when providing advice could be countersigned by the supervising staff member). "

Ciò posto, si ritiene che il supervisore possa comunque assumersi la responsabilità delle informazioni rese e della consulenza prestata mediante una verifica ex post - ma in ogni caso prima della conclusione della prestazione del servizio di investimento – effettuata mediante un'analisi incrociata dei dati tracciati dal supervisionato con quelli raccolti in fase di profilatura del cliente e con l'ausilio degli applicativi già in uso presso gli intermediari per la corretta identificazione del segmento in cui inserire il cliente.

Come già ricordato in premessa a questo documento, sarebbe auspicabile la previsione di un periodo transitorio che consenta agli intermediari di adeguarsi ai numerosi adempimenti richiesti dalla nuova normativa in un arco assai ristretto di tempo. A titolo puramente esemplificativo, per la disciplina su conoscenze e competenze, è molto alta la probabilità che al 3 gennaio 2018 gli intermediari non siano stati ancora in grado di raccogliere per tutti i membri del personale rientrante nell'ambito di applicazione le attestazioni comprovanti l'esperienza professionale maturata presso altri intermediari, a causa dell'enorme impegno richiesto per passare in rassegna, ad esempio, 10 anni di esperienza per ciascun soggetto. In tale periodo transitorio, al fine di scongiurare un blocco dell'operatività, gli intermediari eventualmente ancora in attesa delle attestazioni potrebbero consentire al personale coinvolto di proseguire l'attività dietro rilascio di apposite autocertificazioni.

Art. 59-novies (Disposizioni finali)

Si chiedono maggiori delucidazioni sulle modalità di accertamento da parte dell'intermediario dell'adeguato livello di conoscenza teorico-pratica delle materie indicate negli Orientamenti ESMA in capo ai soggetti in possesso del diploma di scuola secondaria di primo grado: in concreto si domanda se l'intermediario debba somministrare un test analogo a quello previsto al termine di una eventuale formazione professionale o possano essere previste altre modalità (tra le quali potrebbe rientrare anche l'autocertificazione del soggetto interessato).

In caso di somministrazione dell'esame, si chiede conferma del fatto che, laddove il soggetto non dovesse superarlo, possa proseguire la propria attività, eventualmente sotto supervisione, avendo poi la possibilità nel prosieguo di ripetere l'esame.

* * *

Considerazioni a latere

Si coglie l'occasione della consultazione per portare all'attenzione di codesta Autorità alcuni profili della disciplina degli intermediari *ex* MiFID II riguardanti 1) il servizio di esecuzione in conto proprio e 2) gli obblighi informativi sulla qualità di esecuzione posti in capo alle sedi di esecuzione (Regolamento delegato 2017/575) e alle imprese di investimento che eseguono gli ordini dei clienti (Regolamento delegato 2017/576), in relazione ai quali la scrivente ha avuto modo di effettuare i seguenti approfondimenti insieme ai propri associati.

In relazione all'aspetto *sub* 1), si segnala che, sebbene le modifiche introdotte a tal riguardo dall'art. 1, comma 1, lett. t), dello schema di Decreto Legislativo recante attuazione della Direttiva MiFID II sembrerebbero ampliarne l'ambito applicativo fino a ricomprendervi anche la mera movimentazione del portafoglio di proprietà dell'intermediario, in realtà la portata di tale intervento deve ritenersi notevolmente ridotta in ragione del disposto dell'art. 4-*terdecies* dello schema stesso ("Esenzioni"). Da una lettura congiunta di tali disposizioni si ricava infatti che, in sintesi, costituisce servizio di negoziazione in conto proprio non solo la negoziazione in strumenti finanziari diversi dagli strumenti derivati su merci posta in essere da *market maker*, membri o partecipanti di un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione o da soggetti che applichino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza, ma anche quella posta in essere da intermediari che negoziano per conto proprio in esecuzione di ordini dei clienti. Ne consegue che, in continuità rispetto all'attuale regime, la mera attività di *proprietary trading* non configura prestazione del servizio di investimento in esame. Viceversa l'attività di negoziazione in conto proprio a fronte di ordini ricevuti dai clienti continua a rientrare nel perimetro dei servizi di investimento.

Inoltre, nel nuovo regime il servizio di negoziazione in conto proprio conserva una sua "autonomia" definitoria rispetto al servizio di esecuzione degli ordini per conto dei clienti. Tale "autonomia" assume nei fatti connotati ancor più marcati in relazione a ordini aventi ad oggetto

strumenti finanziari *tailor made* eseguiti in contropartita. A parere della scrivente, deve quindi ritenersi ammissibile che, in costanza del nuovo regime, un intermediario che intenda ad es. circoscrivere la propria operatività solo a strumenti connotati da elementi di “personalizzazione” venga autorizzato alla negoziazione in conto proprio senza dover essere necessariamente autorizzato anche al servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

Per quanto riguarda, invece, il tema *sub 2)*, ovverosia gli obblighi informativi sulla qualità dell’esecuzione posti in capo alle sedi di esecuzione, il Considerando 2 del Regolamento delegato 2017/575 dispone che tra le sedi di esecuzione dovrebbero essere inclusi, tra gli altri, i cc.dd. **fornitori di liquidità**. In quest’ultima categoria, il successivo Considerando 7 include anche le imprese “*che si dicono pronte a negoziare per conto proprio e che forniscono liquidità nell’ambito della loro normale attività, indipendentemente dall’esistenza di accordi formali o di un loro impegno a fornire liquidità su base continuativa”.*

Uno degli elementi qualificanti l’attività di *liquidity providing* è pertanto costituito dalla chiara percezione, da parte della clientela dell’intermediario, della disponibilità di quest’ultimo a esser “*pronto a negoziare*”. In mancanza di una chiara percezione in tal senso da parte del cliente, la mera prestazione del servizio di negoziazione in conto proprio da parte dell’intermediario non può essere di per sé considerata quale attività di fornitura di liquidità. Se così non fosse, buona parte delle imprese di investimento/banche che eseguono in contropartita ordini dei clienti verrebbe, infatti, assoggettata a obblighi informativi sulla qualità di esecuzione sproporzionati e onerosi, essendo tali obblighi, in linea generale, i medesimi previsti per i gestori di mercati regolamentati. A parere della scrivente, il regime applicabile a tale fattispecie, in mancanza dei suddetti tratti qualificanti, dovrebbe essere, pertanto, solo quello di cui al Regolamento delegato (UE) 2017/576.

Cordiali saluti.

Il Segretario Generale
Gianluigi Gugliotta

