

A 20 mesi dalla partenza dei nuovi obblighi per gli intermediari finanziari, comunicazioni al palo

Mifid2, la trasparenza è ancora un percorso in salita

Rischia di aprirsi un filone di contenzioso sui prodotti

Pagine a cura
di **ALBERTO GRIFONE**

Ancora scarsa trasparenza sugli investimenti finanziari, soprattutto sui costi da affrontare. A 20 mesi di distanza dal varo della direttiva europea Mifid2, che impone agli intermediari finanziari di fornire agli investitori documentazione chiara su impiego e costi delle operazioni, sembra che la norma sia lettera morta. Secondo una recente indagine condotta da Moneyfarm, società di gestione digitale di risparmio specializzata in investimenti a medio-lungo termine, in collaborazione con la School of Management del Politecnico di Milano, la situazione è tutt'altro che rosea.

Moneyfarm ha messo a confronto l'informativa sui costi e sugli oneri connessi secondo la direttiva Mifid2 prodotta da 20 fra i più importanti intermediari finanziari operanti in Italia, focalizzati su una clientela retail, la maggior parte degli intermediari non avevano ancora provveduto alla rendicontazione ex post: l'informativa non è stata fornita nel 70% dei casi e nell'80% dei casi non viene indicato l'impatto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento. Inoltre, l'informativa ex ante sarebbe dovrebbe essere consegnata prima della stipula del contratto di intermediazione, in tempo utile e completa, ma così non è stato. In tal senso si è esplicitamente espressa Consob in data 28 febbraio 2019, attraverso il Richiamo di attenzione n. 2/2019.

Cosa accade quindi per investitori e quali responsabilità debbono assumersi le società di gestione per questo tipo di inadempienza? Ne abbiamo parlato con alcuni degli avvocati che si

occupano di banking. «Nessuna normativa prima di Mifid2, aveva avuto un impatto tanto significativo sulle regole delle strutture di mercato, le regole di condotta, la governance dei prodotti e gli obblighi di trasparenza, e aveva riguardato sia i mercati wholesale che retail», dice ad *Affari Legali* **Anna Ferrareso**, managing associate di *Linklaters*. «La conseguenza è stata un'amplificazione delle problematiche legate alla sua implementazione. Nella nostra esperienza a livello europeo, le aree di maggiore criticità hanno riguardato le strutture di mercato, in particolare, requisiti di trasparenza pre-negoziazione e post negoziazione e gli obblighi di negoziazione relativi ad azioni e strumenti finanziari derivati; la protezione dei consumatori; gli obblighi di segnalazione delle operazioni (transactions reporting) che richiedono modifiche di tipo strutturale agli operatori», spiega. Un'effettiva trasparenza dei costi a beneficio dei consumatori è senza dubbio importante. «Tuttavia, ci sono molti prodotti rispetto ai quali le regole non sono state declinate in modo sufficientemente preciso e, soprattutto per quanto riguarda i mercati all'ingrosso, i clienti non sono effettivamente interessati a ricevere i dati che la normativa richiede siano oggetto di trasparenza pre-negoziazione o di rendicontazione. L'approccio pragmatico di alcune autorità di vigilanza che ha consentito un periodo di transizione durante il quale dare attuazione alle previsioni normative è stato molto apprezzato» conclude Ferrareso.

Mifid2 è quindi una norma di grande impatto sulla catena dei controlli interni. «La funzione di compliance e le altre funzioni interne degli intermediari, sono

coinvolte nelle attività di controllo e monitoraggio dello stato di adeguamento delle procedure interne al dettato normativo», spiega **Luigi Baglivo**, partner di *Grimaldi Studio Legale*. «Il tema di maggior interesse per le autorità di vigilanza, europee e domestiche, è quello dei presidi adottati dagli intermediari per la trasparenza ex ante ed ex post, aggregata e disaggregata, sui costi e gli oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento e accessori e agli strumenti finanziari. Ritengo che il rispetto della, e l'adeguamento alla, normativa, pur tra costi crescenti e alcune incertezze interpretative (a questo proposito il governo lo scorso agosto ha approvato in esame preliminare un decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive al decreto attuativo di Mifid2), debbano essere alla base delle scelte organizzative e di business degli intermediari che svolgono servizi di investimento. Ove possibile, il cliente può scegliere un adeguamento «minimo» laddove in linea con la normativa».

Per **Paolo Iemma**, partner del dipartimento financial markets dello studio *Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners*, «le novità introdotte dal quadro normativo relativo alla Mifid2 hanno prodotto effetti anche sul sistema dei controlli degli intermediari e delle autorità di vigilanza. Le funzioni aziendali di controllo degli intermediari hanno esteso il perimetro delle loro verifiche anche ai nuovi ambiti introdotti dalla Mifid2, con conseguenti adattamenti ed integrazioni dei propri regolamenti e procedure interne. Le authority, per i profili di rispettiva competenza, hanno esteso le loro prerogative di vigilanza ai nuovi profili norma-

tivi, invitando gli intermediari (come nel caso della Consob) a illustrare, nelle relazioni periodiche, i presidi adottati atti a garantire la conformità alle nuove disposizioni normative. In assenza, allo stato, di ulteriori orientamenti e linee guida da parte delle autorità e in considerazione del livello di attenzione di queste ultime nei confronti delle «tematiche Mifid2», il suggerimento dello studio è quello di attenersi il più possibile al dettato normativo. Con particolare riferimento all'informativa in materia di costi ed oneri, in particolare, suggeriamo di osservare pedissequamente, ove possibile, il contenuto dell'allegato II al regolamento delegato Ue 2017/565, fornendo tutte le informazioni ivi indicate e aggiuntive rispetto a quelle che già confluiscono - con riguardo alle Sgr, ad esempio - nei regolamenti di gestione dei fondi e nella documentazione informativa connessa. Suggeriamo anche ai nostri clienti di partecipare attivamente alle fasi di consultazione pubblica che generalmente precedono l'emanazione di nuova normativa di dettaglio al fine di concorrere alla definizione di testi normativi che tengano conto, ove possibile, delle peculiarità operative degli intermediari».

«Sono trascorsi 20 mesi dall'entrata in vigore della nuova disciplina. Gli intermediari sono stati impegnati ad adattare processi, attività e rapporti con i clienti», ricorda **Fabio Civile**, partner dello **Studio Legale Civile Associati**. «Le principali aree di criticità attengono tutt'oggi alle procedure di *product governance* e in particolare alla classificazione dei titoli emessi dalle banche, alla disciplina della consulenza in materia di investimenti che evolve sempre più in un'ottica di servizio ad elevato valore aggiunto riferito all'intero portafoglio del cliente, ai processi sottesi alle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza, all'informativa alla clientela con particolare riguardo ai costi e oneri, alla prevenzione e gestione attiva dei conflitti di interesse, ai limiti di percepibilità degli incentivi, nonché ai requisiti di conoscen-

za e competenza del personale rilevante». La disciplina Mifid2 richiede un grado di trasparenza ex ante ed ex post più elevato rispetto alla previgente Mifid1. «La consapevolezza degli investitori richiede che i clienti abbiano piena contezza dei costi e oneri abbinati ai prodotti e servizi, anche in un'ottica di confronto tra le diverse opportunità di investimento».

«L'attuazione della Mifid2 richiede ancora notevoli sforzi agli intermediari. In particolare, dal punto di vista dei sistemi informatici, l'obbligo di conservazione dei dati sulle attività e le operazioni svolte fino a sette anni prima richiede non solo di aggiornare i sistemi in uso ma anche di trasformare i dati precedentemente raccolti al fine di conservarli in futuro», ricorda **Salvatore Iannitti**, partner di **Norton Rose Fulbright**. «Ciò ha un impatto significativo soprattutto sugli intermediari medio piccoli, che sostengono ingenti costi per la gestione di questo processo. Inoltre, le restrizioni, come il divieto riguardanti determinati meccanismi di incentivazione ha richiesto non solo un impegno di revisione di quanto sino ad ora attuato ma anche una gradazione in funzione del servizio prestato in concreto, che non sempre è agevolmente distinguibile rispetto all'intermediario».

«Il trend legislativo continua nella direzione della farragine informativa. Sempre nel senso cioè di un incremento della quantità di informazioni da riversare sull'investitore. Sul versante costi, specie per prodotti di risparmio gestito, Mifid2 richiede un livello di dettaglio eccessivo e probabilmente inutile. All'investitore non interessa la «lista della spesa» ma il totale», commenta **Emilio Girino** partner dello studio **Ghidini, Girino e Associati - Studio di assistenza e consulenza legale**. «Una delle principali doglianze riguarda la mancata esposizione del valore assoluto a vantaggio dell'indicazione percentualizzata. Tuttavia spesso è impossibile preconizzare il valore di una commissione ricorrente (ad es. di performance) se non esprimendola in forma percentuale. In realtà non è il

valore assoluto o la percentuale che conta (chiunque sa calcolare quest'ultima) bensì un quadro chiaro e rapidamente leggibile, intelligibile e calcolabile del prezzo complessivo del servizio. Anche per gli organi di controllo non è facile svolgere analisi a tappeto, data la moltitudine dei prodotti e la «giovinezza» delle nuove norme. Per ora Consob si è limitata ad un richiamo ufficiale. In assenza di una corretta prevenzione, il problema è inevitabilmente destinato ad esplodere, specie per i prodotti complessi, in sede giudiziaria. Come già accade per i prodotti bancari in modo spesso pretestuoso. Ai nostri clienti consigliamo di sfruttare al massimo la relativa elasticità dell'art. 50.8 del regolamento, il consiglio è di non esitare a ricorrere alle esemplificazioni».

Per **Francesco Bochicchio di Bochicchio&Partners Studio Legale** «la criticità è rappresentata dall'obbligo di trasparenza sul costo complessivo. Certe forme di trasparenza creano problemi ma alla fine diventano salutari. Stiamo concentrando i nostri sforzi su due punti. Primo, è necessario che la neutralità dei vari prodotti e servizi per quanto riguarda i ricavi dell'impresa e del consulente, prevista dalla Mifid 2 in modo enfatico, non resti sulla carta ma sia quanto più effettiva possibile. Certamente una neutralità assoluta è velleitaria, ma una sostanziosa effettività può rappresentare un elemento decisivo per una piena maturità del settore. Secondo, dobbiamo riconoscere onestamente che, senza specifiche colpe, i clienti pensino tutt'ora di acquistare non prodotti e servizi, ma promesse di «performance» e su questo non c'è nulla o contratto che tenga. È assolutamente necessario che Consob e Banca d'Italia vietino e sanzionino i contratti abusivi e rovinosi per il cliente, anche al di là di quanto previsto dalla Mifid 2, che si riferisce solo a casi eclatanti».

«Ci stiamo occupando o di questioni inerenti la *product governance* e la nuova funzione centrale della *compliance* per tutti gli intermediari, oltre che delle problematiche relative all'offerta fuori sede che, queste

ultime, sembra siano state risolte nel testo di decreto correttivo attualmente al vaglio del Governo dopo la consultazione pubblica che si è chiusa il 14 giugno 2019», spiega **Cristina Biglia** partner dello **Studio Mercanti Associati**. «Inoltre, per quanto riguarda l'informativa ex ante, le maggiori criticità sono emerse nel caso della gestione di portafogli, servizio rispetto al quale anche le associazioni di categoria hanno evidenziato come questa informativa possa essere fornita una tantum e possa avere ad oggetto solo i costi e gli oneri inerenti al servizio nel suo complesso e non anche i costi dei prodotti sottostanti e dei relativi costi di negoziazione,



Anna Ferrareso



Luigi Baglivo

né delle eventuali commissioni di performance».

Secondo **Alessandro Zapasodi**, partner di **Pedersoli Studio Legale** (Dipartimento Banche, assicurazioni e altri intermediari vigilati), «la disciplina in materia di rendicontazione e trasparenza dei costi è caratterizzata da standard particolarmente elevati. Talune incertezze normative



Paolo Iemma



Francesco Bochicchio



Fabio Civale



Salvatore Iannitti



Emilio Girino

possono oggi ritenersi superate grazie al lavoro dell'Esma, che è tornata più volte nel corso del 2019 ad aggiornare i documenti di Q&A sul tema al fine di fornire riscontro alle incertezze interpretative avanzate dagli addetti ai lavori. Data la numerosità di dati che devono essere forniti ai clienti, gli intermediari più virtuosi hanno sviluppato soluzioni tecnologiche per selezionare i dati di volta in volta rilevanti e adempiere agli obblighi di disclosure dei costi connessi all'investimento. Tuttavia, alcuni operatori ci segnalano talora difficoltà oggettive a reperire le informazioni necessarie da fornire nell'ambito degli obblighi di trasparenza e rendicontazione. Ciò comporta talora ritardi nell'ottemperare ad obblighi di disclosure, ovvero una minore qualità delle informazioni rese disponibili alla clientela». Per gestire questa fase, «ai nostri clienti siamo soliti evidenziare esempi di *«good practice»* diffusi tra gli operatori del mercato di riferimento, nonché prassi settoriali che rappresentano benchmark anche nel giudizio delle autorità di vigilanza. Segnaliamo l'importanza di un investimento in attività formative al fine di assicurare che lo staff comprenda efficacemente le modalità in cui l'intermediario è tenuto ad ottemperare agli obblighi di trasparenza e rendicontazione».

«Anche gli operatori di grandi dimensioni hanno recepito con fatica, anche riluttanza, e tempi non celeri la necessità di comunicare con trasparenza i costi ed oneri alla propria cliente», aggiunge **Sabrina Galmarini**, partner responsabile del team regulatory di **La Scala Società tra avvocati** «La sensazione è che gli operatori faticano ad adattarsi a un rapporto di maggior trasparenza con i propri clienti. Da non sottovalutare la capacità del cliente di comprendere, e accettare, la presenza di costi indiretti all'interno dei prodotti finanziari (fondi Ucits/Sicav ecc.), che rispetto al passato non era necessario rappresentare. Anche per le autorità di vigilanza l'impatto sotto il profilo del monitoraggio degli operatori implica la necessità

**Cristina Biglia****Alessandro Zappasodi****Sabrina Galmarini**

di affrontare tematiche del tutto nuove (product governance, trasparenza su costi, servizi di investimento abbinati). Inoltre la frontiera della tecnologia applicata ai servizi di investimento rende sempre più complesso per il regolatore, monitorare gli operatori (es. servizi a distanza».

—© Riproduzione riservata—

DAVID MASCARELLO, MONEYFARM

Il 60% degli intermediari non informa sui costi

«**D**alla prima parte della ricerca che stiamo conducendo assieme al Politecnico di Milano, emerge che, in molti casi, gli intermediari non sono in grado di fornire ai clienti alcun tipo di documento che includa informazioni appropriate sui costi e gli oneri che questi ultimi si troveranno a sostenere per la prestazione dei servizi di investimento e per le operazioni relative agli strumenti finanziari acquistati in tale contesto», spiega ad *Affari Legali* **David Mascarello**, legal counsel di *Moneyfarm*. «Nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti, il 60% degli intermediari oggetto del campione intervistato ha potuto fornire tali informazioni soltanto verbalmente, non avendo a disposizione alcuna documentazione a supporto. Per quanto riguarda il servizio


David Mascarello

di gestione di portafogli, la percentuale scende al 30%: in questo caso, il numero di imprese che fornisce quantomeno un documento che includa le informazioni richieste, mediante supporto cartaceo o digitale, è maggiore. Tuttavia, se si considera che, sempre parlando di gestione di portafogli, soltanto il 19% degli intermediari espone tali costi sia in percentuale che in valore assoluto - come peraltro richiesto espressamente dalla Mifid2 il quadro che ne esce è poco rassicurante».

Domanda. Cosa, della disciplina Mifid2, ancora a vostro giudizio non funziona nel rapporto con il cliente?

Risposta. Uno degli obiettivi dichiarati della Mifid2, perseguiti anche dall'altro filone normativo sull'informativa precontrattuale dei prodotti di investimento preassemblati nel contesto del regolamento PRIIPs,

è quello di accrescere il livello di trasparenza e ridurre l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra gli intermediari e gli investitori al dettaglio. La direzione intrapresa è quella della semplificazione del linguaggio e della standardizzazione delle informazioni fornite, in modo tale da consentire agli investitori di prendere decisioni informate e di essere in grado di comparare i servizi e i prodotti offerti dalle imprese.

La comparabilità dei servizi e dei prodotti di investimento, al momento, sembra ancora una chimera. Gli intermediari - sfruttando gli spazi interpretativi offerti da una normativa a tratti ancora non chiarissima - si sono adeguati alla regolamentazione in maniera disomogenea, applicando a loro modo le regole del gioco. Il risultato è che, ad oggi, le informazioni sui prodotti di investimento - non solo quelle sui costi e sugli oneri - sono ancora lontane dal consentire all'investitore di confrontare le caratteristiche di prodotti simili offerti da intermediari diversi.

— © Riproduzione riservata —

Ecco cosa prevede la direttiva Mifid2

- La direttiva Mifid2, entrata in vigore il 3/1/2018, prevede l'introduzione dell'**obbligo per le imprese di investimento di sottoporre ai clienti un prospetto dei costi applicati** quali - ad esempio - commissioni di deposito, di gestione, di consulenza, e ogni altro costo applicato che alla fine grava sulla performance per l'investitore. Tale informativa deve essere consegnata sia *ex ante*, all'apertura della relazione, sia *ex post* con riferimento al rendiconto di fine periodo.

- La Consob il 28 febbraio 2019 ha pubblicato un «**richiamo di attenzione sui costi e gli oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento** e accessori e agli strumenti finanziari» riaffermando gli obblighi di legge vigenti che impongono «in modo incondizionato, chiaro ed esplicito, agli intermediari di fornire agli investitori, *ex ante* ed *ex post*, informazioni in forma aggregata su tutti i costi ed oneri connessi

ai servizi prestati e agli strumenti finanziari, per consentire al cliente di conoscere il costo totale ed il suo effetto complessivo sul rendimento. Su richiesta del cliente, tali informazioni devono essere presentate anche in forma analitica».

- Il 28 marzo 2019 Esma ha pubblicato nuove indicazioni su determinati aspetti della disciplina e ha individuato come **buona prassi degli intermediari il fornire alla clientela un'informativa anche più dettagliata rispetto a quanto richiesto dalle norme**, ad esempio prevedendo una disclosure *ex ante* dei costi relativi agli strumenti finanziari per categorie di strumenti caratterizzati dalla stessa struttura di costo. Questi ulteriori chiarimenti mirano a un maggiore allineamento e armonizzazione delle pratiche degli operatori in materia, fondamentale a consentire l'effettiva comparabilità dei costi dei servizi proposti dai diversi intermediari.

— © Riproduzione riservata —