

INCENTIVI E CONFLITTI D'INTERESSE | L'industria del risparmio gestito dovrà rivedere le strategie commerciali per mettere al centro la tutela degli investitori. Ecco cosa cambia con la nuova normativa comunitaria. E tutti i nodi che restano ancora da sciogliere *di Sara Silano*

Scatta l'operazione trasparenza La retrocessione è più difficile

Inducement, un tema scottante che è capace di far muovere i prezzi dei titoli del risparmio gestito quotati in Borsa. La Mifid li disciplina primariamente con riferimento alle regole di comportamento a tutela dell'interesse degli investitori, ma la questione degli incentivi è connessa anche a quella dei conflitti di interesse, che possono sorgere soprattutto per effetto degli accordi di retrocessione molto diffusi nell'industria finanziaria italiana.

Cosa sono gli inducement

Secondo la definizione, largamente condivisa, data dal Cesr (Comitato delle autorità di vigilanza), gli inducement sono «qualsiasi forma di denaro, beni e servizi (diversi dalle commissioni e competenze normalmente fatturate per il servizio) che un'impresa di investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato al cliente». Le tipologie di incentivo che potenzialmente possono rientrarvi, tuttavia, sono molte, per cui da più parti si chiede una maggior chiarezza per l'applicazione delle disposizioni della normativa comunitaria.

Gli incentivi nella Mifid

La definizione e la regolamentazione degli inducement non è contenuta nella direttiva Mifid (n. 2004/39/Ce), ma in quella di attuazione, cosiddetta di secondo livello (n. 2006/73/Ceee). In linea con l'impostazione di fondo della Mifid, anche la normativa sugli incentivi è imperniata sull'esigenza primaria di tutelare l'investitore. Una volta stabilito un divieto generale in merito a tali pratiche, il legislatore ha ammesso un ristretto numero di casi in cui l'incentivo non è illecito. Il primo, e meno contraddittorio, è quello del pagamento fatto dal cliente o per conto del cliente stesso (ad esempio le commissioni). Il secondo caso di inducement lecito è vincolato a particolari condizioni che l'intermediario deve rispettare: la comunicazione chiara e preventiva al cliente della natura, dell'importo o del metodo di calcolo delle competenze, l'accrescimento della qualità del servizio e il «non ostacolo» all'obbligo di servire al meglio gli interessi dell'investitore finale. Il terzo e ultimo caso è quello delle cosiddette *proper fee*, ossia le commissioni «adeguate» e «necessarie», che «non possono entrare in conflitto con il dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi del cliente». Sono, ad esempio, i costi di custodia, le competenze di regolamen-

Zitiello: «Non sono permessi i premi di produzione»

Inducement lecito o no? Abbiamo cercato di capirlo con l'avvocato Luca Zitiello, autore del volume «Mifid. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari».

Avvocato Zitiello, negli accordi di retrocessione tra il gestore e il collocatore quali pratiche saranno legittime?

Le retrocessioni determinate in proporzione delle commissioni di sottoscrizione, gestione e performance sono generalmente ammesse. Non sembrano consentiti invece i premi di produzione e le «overrides».

Si parla di inducement per la parte di commissioni retrocessa dalle reti ai promotori?

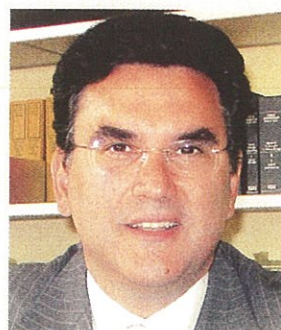
Il rapporto tra promotore e intermediario non rientra nella disciplina

dell'inducement. In pratica, i clienti sapranno quanto viene retrocesso dalla società prodotto al collocatore, ma non al promotore.

Nel caso delle gestioni patrimoniali, quali accordi saranno legittimi?

È ammessa la retrocessione dei fondi target solo se è ristornata al cliente, non se è trattenuta dalla Gpf. Non è chiaro se sarà lecito il ristorno al collocatore.

Infine le soft commission. Quali saranno ammesse? Anche in questo caso vale il discorso dell'accrescimento della qualità del servizio per il cliente. È lecito pagare un abbonamento a un servizio di informazione online, non un viaggio ai Caraibi.



Luca Zitiello
AVVOCATO

to e cambio, oltre a quelle legali. Le disposizioni comunitarie saranno recepite in Italia senza grandi variazioni, perché la Mifid non lascia spazio di manovra al legislatore nazionale avendo come obiettivo la massima armonizzazione a livello europeo.

Hard e soft commission

La struttura dell'industria finanziaria italiana rende particolarmente rilevante il tema degli incentivi in relazione agli accordi di retrocessione in denaro (hard commission) o in servizi (soft commission). I casi più frequenti sono quelli di retrocessioni tra società di gestione e banca o rete di promotori e tra Gpf o fondo di fondi e singoli comparti di Oicr. Ancor prima dell'approvazione della Mifid, la Consob è intervenuta per imporre obblighi di trasparenza nei confronti del cliente che è tenuto a sapere quanto una società-prodotto retrocede al collocatore e se l'operazione è compiuta in conflitto di interessi, nel qual caso serve il consenso dell'investitore. Tanto per le hard quanto per le soft commission, la Mifid pone come vincolanti l'obbligo di trasparenza e la presenza di un effettivo accrescimento della qualità del servizio.

Pillola amara per l'industria

La definizione dell'inducement a livello comunitario ha stroncato il tentativo delle associazioni di categoria dell'industria del risparmio di considerare come naturale corrispettivo per il servizio di collocamento la retrocessione che le società di gestione riconoscono ai distributori. Una volta stabilito che sono tutti da considerarsi incentivi, la differenza è tra le pratiche ammesse e quelle non ammesse. Appartengono alla seconda categoria i premi di produzione o le commissioni commisurate alle vendite. L'etichetta di non conformità imporrà una revisione delle strategie commerciali.

Faggella: «Al cliente una sintesi chiara dei conflitti reali e potenziali»

Identificare e gestire i conflitti di interesse: l'avvocato Christian Faggella, partner dello studio legale La Scala&associati, spiega cosa dovranno fare le società.

Come faranno gli intermediari a identificare i conflitti di interesse?

Le società dovranno produrre un documento con una mappa analitica dei conflitti reali e potenziali, tenendo conto delle diverse tipologie di prodotti e servizi. Una sintesi chiara e schematica dovrà essere data al cliente, insieme al contratto di sottoscrizione.

Quali procedure dovranno adottare per gestire i conflitti?

La normativa impone alle società di adottare una serie di misure organizzative e amministrative per contenere i conflitti e dotarsi di una forte struttura di compliance che

Conflitti di interesse

Esiste un interesse, quello dell'investitore, che il legislatore europeo considera primario e al centro della Mifid, ed esiste un intrico di interessi all'interno del sistema bancario che risponde essenzialmente all'esigenza di fare profitto e può contrastare con il primo. Nella sua relazione annuale, il presidente dell'Antitrust, Antonio Catricalà, ha parlato di «grave patologia», riferendosi a questi intrecci, mentre nelle sue Considerazioni finali, a giugno, il governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, aveva esortato a risolvere tali conflitti di interesse. Finora la normativa nazionale non è riuscita a risolvere in via definitiva la questione e probabilmente neppure la direttiva comunitaria lo farà; tuttavia introduce alcuni elementi innovativi, ponendo l'accento sull'obiettivo primario di non ledere l'interesse dei clienti.

Vecchie e nuove regole

Il Testo unico della finanza obbliga gli intermediari a organizzarsi per ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, se non è possibile evitarlo, è necessario informare il cliente. La Mifid restringe il campo ai soli conflitti che sono potenzialmente lesivi per il cliente e stabilisce una procedura più complessa per prevenirli e contenerli. Innanzitutto, l'intermediario deve identificare i conflitti attuali e potenziali; in secondo luogo deve definire misure per prevenirli; in terzo luogo deve adottare una politica per gestirli e, infine, ha l'obbligo di disclosure al cliente.

Situazioni dannose per il cliente

Il legislatore elenca alcune situazioni pregiudizievoli per gli investitori, tra le quali la realizzazione di un guadagno finanziario (o di una mancata perdita) a discapito del cliente, la presenza nel risultato del servizio di un interesse diverso da quello del cliente, l'esistenza di incentivi che inducano l'impresa a privilegiare interessi terzi.



Christian Faggella
AVVOCATO

dovrà vigilare sulla condotta dei cosiddetti soggetti rilevanti, ossia coloro che in qualche modo possono essere coinvolti in attività in grado di generare conflitti.

Cosa cambia rispetto all'attuale normativa sulla disclosure?

Oggi una società può prestare un servizio in conflitto di interessi solo se il cliente firma l'autorizzazione. Con l'entrata in vigore della Mifid, gli operatori dovranno informare i clienti con comunicazione scritta dell'eventuale conflitto di interessi nel caso specifico.

Cosa potrà fare l'investitore se non si adempiono tali obblighi?

Il cliente può fare causa per grave inadempimento al contratto e avrà diritto alla restituzione delle somme investite e al risarcimento.