

Marzo 2015

Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a “geometria variabile”

Avv. Fabio Civale, Zitiello e Associati Studio Legale

1. Il servizio di consulenza in materia di investimenti nella MiFID 2

La pubblicazione della Direttiva 2014/65/CE (c.d. MiFID 2) e del Regolamento n. 600/2014/EU (c.d. MiFIR), avvenuta in data 12 giugno 2014, rappresenta un passo, importante quanto non ultimo, del complesso processo di revisione della disciplina europea in tema di mercati finanziari e servizi di investimento.

Pur in un quadro normativo ancora non totalmente delineato, dovendosi attendere le misure di esecuzione ed implementazione di competenza della Commissione Europea, è possibile ed opportuno sin da ora registrare le profonde modifiche, anche in termini operativi, che interessano il servizio di consulenza in materia di investimenti.

Ad avviso di chi scrive è forte la sensazione dell’avvio di un “processo di frantumazione” del servizio di consulenza in materia di investimenti che si articola, nell’ambito della MiFID 2, secondo un nuovo assetto a “geometria variabile” volto, nell’ottica del legislatore comunitario, ad accrescere le tutele per gli investitori ⁽¹⁾ ed, al tempo stesso, gli spazi di autonomia e differenziazione degli intermediari che prestano il servizio di consulenza.

Intermediari e clienti potranno declinare il servizio di consulenza in materia di investimenti secondo una pluralità di modelli relazionali e connessi livelli di servizio.

L’intermediario potrà presentarsi alla propria clientela come (semplice) consulente, come consulente indipendente ed anche come consulente “ibrido”, per tale dovendosi

¹⁾ Nel considerando n. 70 della Direttiva 2014/65/CE si annota che “*Un sempre maggior numero di investitori opera nei mercati finanziari e fruisce di un’offerta di servizi e strumenti sempre più ampia e complessa; in considerazione di tali sviluppi è necessario prevedere una certa armonizzazione affinché gli investitori possano godere di un elevato livello di protezione in tutta l’Unione. Quando la direttiva 2004/39/CE è stata adottata, la crescente dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate ha reso necessario considerare la prestazione di consulenza in materia di investimenti come un servizio di investimento soggetto ad autorizzazione e a specifiche norme di comportamento. A motivo dell’importanza sempre considerevole delle raccomandazioni personalizzate per i clienti e della crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori*”.

intendere l'intermediario che presta consulenza su base indipendente e non.

In via preliminare, sembra opportuno sgombrare il campo da due possibili equivoci.

Il primo possibile equivoco attiene al preteso obbligo per tutti gli intermediari di prestare consulenza su base indipendente.

Data l'unitarietà della definizione del servizio di consulenza in materia di investimenti ⁽²⁾, l'intermediario abilitato a prestare il predetto servizio potrà stabilire quali e quanti "tipi" di consulenza prestare alla propria clientela.

Gli intermediari abilitati al servizio di consulenza in materia di investimenti, pertanto, non necessariamente dovranno prestare consulenza su base indipendente.

Il secondo equivoco da smascherare riguarda l'asserita impossibilità per lo stesso intermediario di prestare il servizio di consulenza secondo una pluralità di modelli relazionali.

La MiFID 2 non introduce, come detto, distinti servizi di consulenza in materia di investimenti, quanto piuttosto disciplina diverse modalità o livelli di servizio in tema di consulenza.

Non si tratta di compartimenti a tenuta stagna, bensì di caratteristiche del servizio di consulenza che potranno essere modulate e combinate a seconda delle scelte dell'intermediario e delle richieste del cliente.

Potremo quindi avere una consulenza su base indipendente o meno, una consulenza basata su una gamma ampia o limitata di strumenti finanziari, una consulenza con o senza la valutazione periodica di adeguatezza.

Tali caratteristiche possono combinarsi tra loro in modo diverso, dando vita ad una pluralità di modelli relazionali e livelli di servizio.

Gli intermediari potranno, quindi, strutturare ed offrire diversi "tipi" di consulenza, differenziando in funzione delle diverse tipologie di clientela *target*, delle diverse caratteristiche e complessità degli strumenti finanziari che costituiscono il perimetro di consulenza, nonché (e non ultime) delle diverse forme di remunerazione.

2. La consulenza su base indipendente

La MiFID 2 non contiene una definizione propriamente detta di consulenza su base indipendente, trattandosi come detto di uno specifico modello relazionale (*species*) che si inquadra nella definizione unitaria del servizio di consulenza in materia di

²⁾ Cfr. art. 4, paragrafo 1, numero 4 della Direttiva 2014/65/CE. Nell'ambito del *Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, l'ESMA ha concluso che "the content of Article 52 of the MiFID Implementing Directive should be confirmed except for the reference to the words "through distribution channels or", which should be removed" (ESMA/2014/1569, pag. 15).

investimenti (*genus*).

Pur in assenza di una definizione, la MiFID 2 disciplina le due condizioni “necessarie” affinché una consulenza possa essere qualificata “su base indipendente”.

La prima (“negativa”) condizione affinché una consulenza possa essere qualificata “su base indipendente” attiene al divieto di percepire e trattenere incentivi, salvi i c.d. *minor non monetary benefits* ⁽³⁾.

La seconda (“positiva”) condizione affinché una consulenza possa essere qualificata “su base indipendente” attiene alla gamma degli strumenti finanziari che l’intermediario è tenuto a valutare.

In particolare, allorché l’intermediario presta il servizio di consulenza “su base indipendente” lo stesso intermediario è tenuto a valutare una *“congrua gamma di strumenti finanziari (...) sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti (...) e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dall’impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l’impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l’indipendenza della consulenza prestata”* ⁽⁴⁾.

Mette conto precisare che la necessaria valutazione di una “congrua gamma” di strumenti finanziari non richiede all’intermediario di considerare “tutti” gli strumenti finanziari presenti sul mercato ⁽⁵⁾.

La valutazione, peraltro, deve avere ad oggetto un *range* di strumenti finanziari “sufficientemente diversificati” e non deve essere limitata agli strumenti finanziari

³⁾ L’art. 24, paragrafo 7, lett. b) prevede che l’intermediario che presta consulenza su base indipendente “non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione”.

⁴⁾ Cfr. art. 24, paragrafo 7, della Direttiva 2014/65/UE.

⁵⁾ Il considerando n. 73 della Direttiva 2014/65/UE chiarisce che “Al fine di definire ulteriormente il quadro regolamentare per la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti, lasciando nel contempo la scelta alle imprese di investimento e ai clienti, è opportuno stabilire le condizioni per le prestazioni di tale servizio quando le imprese informano i clienti che il servizio è fornito su base indipendente. Quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori. Non è tuttavia necessario che il consulente valuti i prodotti di investimento disponibili sul mercato da parte di tutti i fornitori di prodotti o emittenti, ma la gamma di strumenti finanziari non dovrebbe essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l’impresa di investimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compromettere la base indipendente della consulenza prestata”.

emessi dallo stesso intermediario o da soggetti legati all'intermediario da “*stretti legami*”⁽⁶⁾.

Ad avviso dell'ESMA, una consulenza potrà essere definita su base indipendente qualora l'intermediario abbia definito e implementato un processo di selezione che consenta di valutare e comparare un *range* adeguato di strumenti finanziari.

L'accento è quindi posto sul processo di selezione degli strumenti finanziari oggetto della consulenza su base indipendente⁽⁷⁾, processo in cui dovranno essere rispettati i seguenti requisiti:

- una selezione diversificata di strumenti finanziari per tipo, emittente o casa prodotto che non sia limitata agli strumenti finanziari emessi o distribuiti dallo stesso intermediario consulente o da soggetti che abbiano stretti legami o altri rilevanti legami economici o giuridici con l'intermediario;
- il numero e la tipologia di strumenti finanziari considerati deve essere “proporzionata” al perimetro del servizio di consulenza offerto;
- il numero e la tipologia di strumenti finanziari considerati deve essere “adeguatamente rappresentativa”, considerati gli strumenti finanziari disponibili

⁶⁾ L'art. 4, paragrafo 1, numero 35 definisce “*stretti legami*” la “*situazione nella quale due o più persone fisiche o giuridiche sono legate:*

a) da una «partecipazione», vale a dire dal fatto di detenere, direttamente o tramite un legame di controllo, il 20 % o più dei diritti di voto o del capitale di un'impresa;

b) da un legame di «controllo», ossia dalla relazione esistente tra un'impresa madre e un'impresa figlia, in tutti i casi di cui all'articolo 22, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2013/34/UE, o relazione analoga esistente tra persone fisiche e giuridiche e un'impresa, nel qual caso ogni impresa figlia di un'impresa figlia è considerata impresa figlia dell'impresa madre che è a capo di tali imprese;

c) da un legame duraturo tra due o tutte le suddette persone e uno stesso soggetto che sia una relazione di controllo”.

⁷⁾ “An investment firm informing a client that investment advice is provided on an independent basis shall define and implement a selection process to assess and compare a sufficient range of financial instruments available on the market. The selection process should include all of the following elements:

i. a diversified selection of financial instruments by type, issuer, or product provider, which is not limited to financial instruments issued or provided by the investment firm it-self or by entities having close links or other relevant close legal or economic relation-ship with the investment firm should be considered;

ii. the number and variety of financial instruments considered should be proportionate to the scope of advice services offered by the independent investment adviser;

iii. the number and variety of financial instruments considered is adequately representative of financial instruments available on the market;

iv. the quantity of financial instruments issued by the investment firm itself or by entities closely linked to the investment firm itself is proportionate to the total amount of financial instruments considered; and

v. the criteria for comparing the various financial instruments should include all relevant aspects such as risks, costs and complexity as well as the characteristics of the investment firm's clients, and should ensure that neither the selection of the instruments that may be recommended nor the recommendations that are made to client are biased” (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 147).

sul mercato;

- i criteri di comparazione dei diversi strumenti finanziari devono includere tutti gli aspetti rilevanti quali i rischi, i costi, la complessità e le caratteristiche della clientela target e devono assicurare che né la selezione degli strumenti finanziari che possono essere raccomandati né le raccomandazioni rivolte alla clientela siano non obiettive.

Come già oggi avviene, il servizio di consulenza potrà essere limitato anche ad una o più categorie di strumenti finanziari, quali ad esempio titoli azionari, titoli obbligazionari, OICR, ecc.. Anche in tal caso, peraltro, sarà possibile definire la consulenza quale prestata su base indipendente a condizione che la clientela sia opportunamente conscia delle caratteristiche e del servizio offerto dall'intermediario ⁽⁸⁾.

Sempre ad avviso dell'ESMA, qualora non sia possibile strutturare un processo di selezione secondo quanto sopra indicato, in ragione del modello di business dell'intermediario o del perimetro del servizio di consulenza ad esempio estremamente ristretto, l'intermediario non può definire il proprio servizio quale consulenza su base indipendente ⁽⁹⁾.

3. Il c.d. consulente ibrido

L'intermediario abilitato al servizio di consulenza in materia di investimenti potrà assumere anche natura "ibrida" ossia prestare, in modo distinto e distinguibile per la clientela, il servizio di consulenza ed il servizio di consulenza su base indipendente.

Specifiche cautele dovranno essere adottate dal c.d. consulente ibrido al fine di ingenerare confusione nella clientela.

L'intermediario dovrà, in tempo utile e prima della prestazione del servizio, informare

⁸⁾ *"An investment firm that provides investment advice on an independent basis and that focuses on certain categories or a specified range of financial instruments should comply with the following requirements:*

i. the firm is able to market itself in a way that only attracts clients with a preference for certain categories or a range of financial instruments;

ii. (potential) clients should be able to easily identify a preference for the specified classes or range of financial instruments and be able to self-select with a high degree of accuracy;

iii. clients indicate that they are only interested in investing in the specified category or range of financial instruments; and

iv. the firm is able to easily confirm whether its service is appropriate for each new client, i.e. that its business model matches the client's needs and objectives, and the range of financial instruments that are suitable for the client. If this is not the case the firm must not provide such a service to the client" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 148)

⁹⁾ *"If such a comparison would not be possible because of the business model or the specific scope of the service provided, the investment firm providing advice should not be allowed to claim itself as "independent" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 147).*

la clientela al dettaglio, su supporto duraturo, se la consulenza sarà su base indipendente o non indipendente.

Al tempo stesso l'intermediario non dovrà presentarsi sul mercato quale totalmente "indipendente".

Dovranno altresì essere implementati specifici ed adeguati requisiti organizzativi e di controllo per assicurare che entrambi i tipi di consulenza ed il personale addetto alla prestazione del servizio di consulenza siano chiaramente "separati". L'intermediario non potrà consentire agli stessi soggetti di svolgere attività connesse al servizio di consulenza ed al servizio di consulenza su base indipendente ⁽¹⁰⁾.

Pare evidente che la prestazione dei due diversi tipi di consulenza, indipendente e non, pur espressamente consentita dalla MiFID 2, debba essere opportunamente presidiata al fine di evitare di ingenerare confusione nella clientela circa il servizio prestato in concreto dall'intermediario.

4. Il valore dell'informativa

Dinanzi al nuovo assetto, come detto a "geometria variabile", un valore centrale ed ancor più rilevante rispetto al recente passato assumerà l'informativa pre-contrattuale attraverso cui l'intermediario dovrà rendere noto al cliente i diversi "tipi" di consulenza prestati ⁽¹¹⁾ e, nello specifico, le caratteristiche della consulenza che il cliente potrà selezionare e ricevere ⁽¹²⁾.

¹⁰⁾ In termini generali e riferibili a tutti i soggetti addetti alla prestazione del servizio di consulenza, il considerando n. 79 della Direttiva 2014/65/CE stabilisce che *"stante la complessità dei prodotti di investimento e la loro sempre maggiore innovatività, è importante anche assicurare che il personale addetto alla consulenza o alla vendita di prodotti di investimento alla clientela al dettaglio possieda un adeguato livello di conoscenze e competenze sui prodotti offerti. Le imprese di investimento dovrebbero dare al proprio personale il tempo e le risorse sufficienti ad acquisire le conoscenze e competenze richieste e a utilizzarle nella prestazione di servizi alla clientela"*.

¹¹⁾ Il considerando n. 72 della Direttiva 2014/65/CE stabilisce che *"Per fornire agli investitori tutte le informazioni pertinenti è opportuno prescrivere che le imprese di investimento che offrono servizi di consulenza in materia di investimenti comunichino il costo del servizio, chiariscano la base della consulenza che forniscono, in particolare la gamma di prodotti che esse considerano nel fornire raccomandazioni personalizzate ai clienti, se offrono consulenza in materia di investimento su base indipendente e se forniscono ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari da esse raccomandati. È inoltre opportuno che le imprese di investimento siano tenute a spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza loro fornita"*.

¹²⁾ L'art. 24, paragrafo 4, della Direttiva 2014/65/UE, prevede che *"Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi. Tali informazioni comprendono:*

a) in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione della consulenza, deve informare il cliente di quanto segue:

i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno;

Nell'ambito dell'informativa pre-contrattuale, in particolare, l'intermediario dovrà indicare al cliente o potenziale cliente se la consulenza è prestata su base indipendente o meno ⁽¹³⁾, se l'intermediario offre consulenza su base indipendente e non (c.d. consulente ibrido) ⁽¹⁴⁾, quale sia lo spettro, ampio o ristretto, dei differenti tipi di strumenti finanziari analizzati e che potranno essere raccomandati ⁽¹⁵⁾, una descrizione delle tipologie di strumenti finanziari considerati ⁽¹⁶⁾, nonché la porzione degli strumenti finanziari riferibili ad emittenti che non hanno stretti legami con l'intermediario che presta il servizio di consulenza ⁽¹⁷⁾.

Specificativa informativa dovrà essere poi resa in merito alla presenza o meno, nell'ambito del servizio di consulenza, di una valutazione di adeguatezza periodica ⁽¹⁸⁾. Tale

ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;

iii) se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati;(...)"

¹³⁾ Ad avviso dell'ESMA, "Investment firms should inform clients about the nature and type of the advice provided to them. Investment firms should explain in a clear and concise way whether and why investment advice could qualify as independent and the type and nature of the restrictions that apply, including the prohibition to receive and retain inducements" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 108).

¹⁴⁾ Sempre ad avviso dell'ESMA, "Where both types of advice are intended to be proposed or provided to the same client, investment firms should (i) explain the scope of both services to allow investors to understand the differences between them; and (ii) avoid presenting itself in general as an independent investment advisor. To this end, firms should avoid in their communications with clients, giving undue prominence to its independent investment advice services over its non-independent investment services" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 108 - 109).

¹⁵⁾ "When an investment firm intends to provide investment advice on an independent or non-independent basis it must explain to the client the range of financial instruments that may be recommended, including its relationship with the issuers or providers of the instruments" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 109).

¹⁶⁾ "Investment firms should provide a description of the types of financial instruments considered, the number of financial instruments and providers analysed per each type of instrument according to the scope of the service, and, when providing independent advice, how the service provided satisfies the conditions for the provision of independent advice and the basis of the selection process used by the investment firm to recommend financial instrument(s) (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 109).

¹⁷⁾ "When the range of financial instruments assessed by the investment firm providing independent advice includes the investment firm's own financial instruments or those issued or provided by entities having close links or any other close legal or economic relationship with the investment firm and other issuers or providers, the investment firm should distinguish, for each type of financial instrument, the proportion of the financial instruments issued or provided by entities not having any links with the investment firm" (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 109).

¹⁸⁾ "Where the investment advice service includes a periodic assessment of the suitability of the recommendations provided, investment firms should disclose:

valutazione, è bene rilevarlo, può avere carattere periodico (ossia anche non continuo) e si differenzia dalla c.d. valutazione di opportunità ⁽¹⁹⁾.

Gli obblighi di informativa non insistono solo nella fase pre-contrattuale, ma anche nella fase di esecuzione del contratto di consulenza.

Con una formulazione alquanto ambigua, nella MiFID 2 si indica che gli intermediari devono “*spiegare ai loro clienti i motivi della consulenza*” ⁽²⁰⁾. L’art. 24, paragrafo 4, lett. b) prevede inoltre che “*le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l’indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento (...)*” ⁽²¹⁾.

Si tratta di un chiaro collegamento tra il servizio di consulenza e la nuova disciplina della c.d. *product governance* della MiFID 2. Ciò detto, sicuramente utili potranno essere le indicazioni della Commissione in merito al concreto esplicitarsi degli obblighi di informativa in corso di contratto riferita al servizio di consulenza in materia di investimenti, ciò anche in ragione del *technical advice* reso dall’ESMA sul punto ⁽²²⁾.

i. the frequency and extent of the periodic suitability assessment and where relevant, the conditions that trigger that assessment;

ii. the extent to which the information previously collected will be subjected to re-assessment; and

iii. the way in which an updated recommendation will be communicated to the client.

Investment firms that provide a periodic suitability assessment should consider reviewing the suitability of the recommendations given in order to enhance the service at least annually. The frequency of this assessment should be increased depending on the risk profile of the client and the type of financial instruments recommended” (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 109).

¹⁹⁾ In merito alla distinzione tra valutazione periodica di adeguatezza e valutazione periodica di opportunità, sia consentito rinviare a CIVALE, *Il contenzioso bancario e finanziario*, Aracne 2014, pag. 258 e s.s..

²⁰⁾ Cfr. considerando n. 72 della Direttiva 2014/65/UE.

²¹⁾ Occorre inoltre considerare che, ai sensi dell’art. 25, paragrafo 6, della Direttiva 2014/65/UE, “*Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento forniscono ai clienti su supporto durevole, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio*”.

²²⁾ Ad avviso dell’ESMA, “*The content of Article 31 of the MiFID Implementing Directive should be modified in the areas below.*

Article 31(1) should provide for an additional requirement for investment firms to inform clients about the functioning and performance of financial instruments in different market conditions (including both positive and negative conditions).

Article 31(2), relating to the description of risks, should specifically address the risk of financial instruments involving impediments or restrictions for the disinvestment (for example as may be the case for illiquid financial instruments or financial instruments with a fixed investment term). Information on impediments or restrictions should include an illustration of the possible exit methods and consequences

of any exit, possible constraints and issues and the estimated time frame for the sale of the financial instrument before recovering the initial costs of the transaction.

Article 31(4) should be modified to require that where a financial instrument is composed of two or more different financial instruments or services, the investment firm shall provide an adequate description of the legal nature of the financial instrument, the components of the instrument and the way in which the interaction between the components affects the risks of the investment. In the case of financial instruments that incorporate a guarantee or capital protection, the information shall specify the scope and nature of such guarantee or capital protection. When the guarantee is provided by a third party, the information about the guarantee shall include sufficient detail about the guarantor and the guarantee to enable the re-tail client or potential retail client to make a fair assessment of the guarantee.

Article 34 should be modified by replacing the reference to the UCITS simplified prospectus with the reference to the UCITS KIID and to the PRIIPs KID and by clarifying that where sufficient information on costs and charges is included in the KID/KIID, it should be regarded as appropriate for the purposes of providing information to clients under MiFID IP” (Final Report - ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR - ESMA/2014/1569, pag. 110).