

Comunicazione n. 1207480 del 12 ottobre 2021

Oggetto: [...società X...] Risposta a quesito in merito ad attività di distribuzione avente ad oggetto *investment certificates*.

Si fa riferimento alle note prot. n. [...] del [...] e prot. n. [...] del [...] con le quali codesta Succursale ha sottoposto alla Consob un quesito in materia di servizi di investimento.

Si fa altresì riferimento ai contatti per le vie brevi intercorsi tra la scrivente e codesta Succursale in data [...] nel corso dei quali codesto Intermediario ha chiarito talune circostanze e circoscritto le richieste oggetto del quesito.

Nell'ambito della complessiva interlocuzione, codesta Succursale ha descritto uno schema operativo prospettico finalizzato alla distribuzione di "*investment certificates*" dei quali [...società X...] è "*manufacturer, offerente ed emittente (direttamente o per mezzo di altre società del gruppo)*". Più nello specifico:

- i *certificates*, oggetto dello schema operativo in parola, sono ammessi alle negoziazioni in modalità *direct listing* sul SeDex o EuroTLX "*senza che ne sia effettuata la distribuzione per il tramite di intermediari incaricati prima della data di emissione*"¹;
- i titoli di cui allo schema in parola sono emessi e offerti al pubblico in Italia sulla base di programmi di emissione il cui *Base Prospectus* è approvato dalla [...] (Autorità ...omissis...) e oggetto di "*passporting*";
- le emissioni dei *certificates* non sono effettuate "*di volta in volta per soddisfare richieste ad hoc*" ma avvengono in forma multipla "*raggruppate per tipologia di prodotto. In questo senso [i certificates] sono anche identificati come prodotti "di gamma" e presentano caratteristiche standard di pay-off e di sottostante*"²;
- [...società X...] svolge altresì il ruolo di *market maker* sull'MTF in cui i *certificates* sono negoziati (SeDex o EuroTLX). In forza di tale ruolo, secondo quanto previsto dai regolamenti del mercato, determina "*la quotazione "lettera" (ask quotes) di volta in volta ... esposta sulla sede di negoziazione*".

¹ "*Tali strumenti finanziari, nel corso della loro vita e in particolare in fase di inizio delle negoziazioni, sono generalmente oggetto di varie forme di promozione da parte di [...società X...] (pubblicità sui principali quotidiani economici, marketing sul proprio sito internet dedicato o su siti di soggetti terzi, partecipazione ad eventi aperti ad investitori al dettaglio)*".

² "*Ferme restando le determinazioni e le procedure degli intermediari incaricati in merito alla propria "product governance" e quindi all'individuazione della clientela target effettiva, il Set-up avrebbe ad oggetto esclusivamente strumenti finanziari di tipo investment certificates (tipologie quali "benchmark", "cash collect" e "bonus cap"), ammesse alla negoziazione su SeDex e EuroTLX. ... In nessun caso il Set-Up riguarderebbe strumenti finanziari diversi dagli investment certificates con strutture e sottostanti standard, non riguarderebbe in particolare certificati a leva, covered warrant, corridor, stay up, stay down, ETC/ETN a leva*".

- [...società X...] ha individuato la possibilità di conferire mandato a taluni intermediari autorizzati per la promozione di alcune tipologie di *certificates*, specificamente individuate;
- la promozione in parola si svolgerebbe, per un periodo di tempo predeterminato nel mandato, in una fase di mercato secondario, “*ovvero dopo che lo strumento finanziario è stato emesso e ammesso alle negoziazioni sulla sede di negoziazione di riferimento*”. “*Tendenzialmente tale periodo dovrebbe durare qualche settimana ed essere temporalmente vicino alla data in cui prende avvio la negoziazione degli strumenti finanziari sulla sede di negoziazione di riferimento*”;
- gli intermediari darebbero seguito agli ordini dei clienti sul mercato alle condizioni, anche di prezzo, ivi disponibili;
- a fronte dello svolgimento dell’attività svolta [...società X...] riconoscerebbe ai ridetti intermediari una commissione, “*da calcolarsi in proporzione del numero di prodotti che saranno stati venduti per il tramite di tali intermediari alla fine del periodo di riferimento*”³. Inoltre l’informativa agli investitori in merito a tale commissione sarà contenuta nei *Final terms* dello strumento finanziario, oltre che nel materiale promozionale e nei KID, “*e dovrà essere altresì resa dall’intermediario incaricato ai propri clienti potenziali investitori, con evidenziazione del relativo conflitto di interessi*”;
- [...società X...] utilizzerà parte del proprio margine ordinario di strutturazione per riconoscere la commissione all’intermediario di riferimento⁴;
- secondo quanto rappresentato dalla Società, l’attività di immissione degli ordini sulla sede di negoziazione/esecuzione potrebbe essere svolta da un intermediario differente rispetto a quello deputato alla promozione degli strumenti finanziari. In tale ipotesi quest’ultimo soggetto, remunerato per l’attività di promozione sugli strumenti distribuiti, provvederebbe alla raccolta degli ordini dei clienti e alla trasmissione dei medesimi ad un ulteriore intermediario, risultando conseguentemente estraneo alla scelta della sede di negoziazione/esecuzione. Tale scelta sarebbe quindi rimessa ad un soggetto non remunerato da [...società X...];
- gli strumenti oggetto del modello distributivo descritto sono negoziati su una sola sede di esecuzione (Sedex o EuroTLX). La fattispecie in parola non determina quindi un tema di competizione tra una pluralità di *trading venues*;
- peraltro il pagamento da parte di [...società X...] sarebbe effettuato anche in caso di esecuzione su una *execution venue* differente o qualora l’ordine di acquisto del cliente “incontri” una proposta di vendita immessa da altro operatore (diverso da ...società X...), ove in ipotesi configurabile.

Con riferimento allo schema sopra riferito è richiesto il parere della Consob in ordine alle seguenti due tematiche:

- a) la rilevanza del pagamento di una commissione all’intermediario da parte di [...società X...] nell’ambito del rapporto che “*legherebbe [...società X...] all’intermediario incaricato*”;

³ “*Il mandato prevederebbe che gli intermediari incaricati forniscano a [...società X...]... le opportune evidenze al fine di documentare il numero di strumenti finanziari effettivamente venduti per il loro tramite alla fine del periodo di riferimento*”.

⁴ Secondo quanto evidenziato da [...società X...] “*la commissione non sarebbe quindi implicita nei prezzi dello strumento finanziario*”.

- b) l'inquadramento giuridico dell'attività svolta dall'intermediario che entra in contatto con gli investitori finali con particolare riguardo al servizio di consulenza.

Relativamente alla questione sub a) si rappresenta che il pagamento della commissione da parte di [...società X...] al distributore risulta attratto alla disciplina in materia di servizi di investimento. La commissione in parola appare infatti riconducibile alla nozione di *inducement*, ai sensi della normativa MiFID II, con la conseguente applicazione delle regole in materia.

In particolare, il 1° comma dell'art. 52 del Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 prevede che *“gli intermediari non possono, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio, pagare o percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere benefici non monetari a o da qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona che agisca per conto di questi, a meno che i pagamenti o i benefici: a) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente; e b) non pregiudichino l'adempimento dell'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente”*.

In considerazione delle stringenti condizioni di ammissibilità previste per il pagamento e la ricezione di “incentivi”, [...società X...] dovrebbe verificare l'idoneità dell'attività prestata dal distributore all'innalzamento della qualità del servizio offerto e a garantire il rispetto del miglior interesse degli investitori finali. In proposito, ai sensi dell'art. 53 del citato Regolamento, *“compensi, commissioni o benefici non monetari sono considerati come concepiti per migliorare la qualità del servizio reso al cliente qualora siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni”*:

- *“sono giustificati dalla prestazione al cliente di un servizio aggiuntivo o di livello superiore, proporzionale agli incentivi ricevuti”*, quali
 - *“la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti congiuntamente alla valutazione, almeno su base annuale, del persistere dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito, ovvero alla fornitura di un altro servizio continuativo che può risultare di valore per il cliente come la consulenza sull'asset allocation ottimale”*;
 - *“la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti unitamente all'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati che includa un numero appropriato di strumenti di soggetti terzi che non abbiano stretti legami con l'intermediario”*;
 - *“o ... l'accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari in grado di soddisfare le esigenze dei clienti, ivi incluso un numero appropriato di strumenti di soggetti terzi che non hanno stretti legami con l'intermediario, unitamente alla fornitura di: i) strumenti a valore aggiunto, quali strumenti di informazione oggettivi che assistono il cliente nell'adozione delle decisioni di investimento o consentono al medesimo di monitorare, modellare e regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito; o ii) rendiconti periodici sulla performance, nonché su costi e oneri connessi agli strumenti finanziari”*;
- *“non offrono vantaggi diretti all'intermediario che riceve gli incentivi, agli azionisti o dipendenti dello stesso, senza apportare beneficio tangibile per il cliente”*;
- *“gli incentivi percepiti o pagati su base continuativa sono giustificati dalla presenza di un beneficio continuativo per il cliente”*.

Inoltre, la disciplina in materia di incentivi prevede requisiti di *disclosure* alla clientela; *“l’esistenza, la natura e l’importo dei pagamenti o dei benefici di cui al comma 1 o, qualora l’importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo”*, secondo quanto stabilito dal 2° comma del citato articolo 52 del Regolamento Consob in materia di Intermediari, *“devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio”*.

Con riguardo alla questione sub b), si osserva che l’attività svolta dall’intermediario nei confronti del cliente finale appare riconducibile alla prestazione di un servizio esecutivo unitamente allo svolgimento di attività di promozione.

Come ampiamente illustrato in varie occasioni dalla Consob, sin dagli esiti delle consultazioni al Regolamento Intermediari n. 16190/2007⁵, è molto sottile la linea di demarcazione tra l’attività di promozione (attività riservata a soggetti abilitati solo ove effettuata fuori sede o tramite tecniche di comunicazione a distanza) e quella di consulenza, *“consistente nella formulazione di raccomandazioni personalizzate riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario, che costituisce il proprium del servizio di consulenza in materia di investimenti”*⁶.

Considerato il rischio che l’attività concretamente svolta sfoci nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente (integrando così la “consulenza in materia di investimenti”) e tenuto conto delle sopra descritte condizioni di ammissibilità degli “incentivi”, gli intermediari che, nello schema descritto, si interfaceranno con la clientela, dovranno valutare di adottare modelli operativi che prevedano il sistematico abbinamento della consulenza ai servizi di investimento esecutivi.

Ove, invece, gli intermediari distributori non intendano prestare il servizio di consulenza occorre che i medesimi predispongano adeguati presidi procedurali e di controllo per scongiurare il rischio che l’attività concretamente svolta sfoci nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente e per ottemperare a quanto indicato sub a).

Si rappresenta che la risposta al presente quesito sarà pubblicata in forma omissata sul sito *internet* della Consob.

p. IL DIRETTORE GENERALE
Tiziana Togna

⁵ Cfr. in proposito il documento “Nuovo Regolamenti Intermediari - Esito delle consultazioni” del 30 ottobre 2007.

⁶ Comunicazione DIN/DSR/CLE/0049126 dell’11-6-2014.