

LIVELLO 3 – REGOLAMENTO INTERMEDIARI

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

La ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore

1 agosto 2008

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 30 settembre 2008 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Intermediari
Via Broletto, n. 7
20121 MILANO

oppure all'indirizzo di posta elettronica: **consob@consob.it**.

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

LA RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NEL RAPPORTO TRA GESTORE E NEGOZIATORE

1. PREMESSA

Finalità del documento

Nel presente documento vengono forniti i primi orientamenti interpretativi di “livello 3” relativi al Regolamento Consob n. 16190 del 2007 (c.d. “Regolamento Intermediari”), con riferimento alle condizioni di ricevibilità della ricerca in materia di investimenti che i negozianti riconoscono ai gestori (individuali o collettivi) quale specifica prestazione non monetaria.

Nella formulazione delle misure di “livello 3” nel prosieguo riportate si è tenuto conto della disciplina dettata sul punto dai principali *regulators* comunitari.

2. QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

La nozione di ricerca in materia di investimenti

La nozione di “ricerca in materia di investimenti” è prevista dall’art. 24 della direttiva 2006/73/CE della Commissione Europea (cd. “direttiva di livello 2”), e dall’art. 27 del Regolamento congiunto Consob – Banca d’Italia, secondo cui “*per ricerca in materia di investimenti si intendono ricerche o altre informazioni che raccomandano o suggeriscono, esplicitamente o implicitamente, una strategia di investimento, riguardante uno o diversi strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari, compresi i pareri sul valore o il prezzo attuale o futuro di tali strumenti, destinate a canali di distribuzione o al pubblico*”¹.

Le c.d. soft commission nella disciplina degli inducements

Ai fini dell’individuazione delle condizioni di ricevibilità della ricerca, quale prestazione non monetaria (c.d. *soft commission*) fornita al gestore da un soggetto diverso dal cliente, rileva la disciplina in tema di *inducements* di cui agli artt. 26, comma 1, lett. b) della direttiva di livello 2, 6, comma 2, del TUF e 52, comma 1, lett. b), e 73, comma 1, lett. b), del Regolamento Intermediari.

In base a tali disposizioni, gli *inducements* (anche nella forma di *soft commission*) sono ritenuti ammissibili qualora determinino un incremento della qualità del servizio di gestione reso al cliente o all’OICR e non ostacolino l’obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente o degli OICR; inoltre, la prestazione degli *inducements* è soggetta a specifica *disclosure*.

La best execution

Poiché, nella prospettiva del gestore, la ricezione di ricerca fornita dallo stesso soggetto che provvede all’esecuzione degli ordini impartiti per conto dei portafogli gestiti può influenzare il perseguimento del miglior risultato possibile per il cliente/OICR, è opportuno richiamare, nella cornice normativa di riferimento, anche le previsioni in tema di *best execution*.

Nello specifico, tali disposizioni sono contenute, a livello comunitario, negli artt. 21 della Direttiva 2004/39 (c.d. “*direttiva MiFID*”) e 44 - 46 della direttiva di “livello 2”. Sul piano nazionale, l’istituto della *best execution* è stato implementato dal Regolamento Intermediari (artt. 45 e 48, con riferimento ai servizi di investimento e artt. 68 e 70, per la gestione collettiva), in virtù della delega conferita dall’art. 6, comma 2, del TUF.

In base a tali disposizioni, è in particolare previsto che i gestori, laddove non intendano eseguire direttamente gli ordini, debbano stabilire una strategia di trasmissione (c.d. *transmission policy*) che identifichi i negozianti cui “instradare” gli ordini in virtù delle strategie di esecuzione da questi adottate.

Il tema della ricerca in materia di investimenti nei rapporti tra gestore e negoziante non ha ricevuto significativi approfondimenti interpretativi da parte delle Istituzioni comunitarie, ma è stato affrontato dai *regulators* dei principali Paesi membri dell’UEⁱⁱ.

*Istituzioni
comunitarie e
principali
regulators
europei*

3. LA RICERCA COME ELEMENTO DEL PROCESSO DI INVESTIMENTO

La ricerca in materia di investimenti deve considerarsi un elemento necessario ed indefettibile del processo decisionale posto in essere da ciascun gestore (collettivo o individuale).

Sul punto, occorre richiamare l’art. 66, comma 1, del Regolamento Intermediari, che, con riferimento alla gestione collettiva del risparmio, ha inteso codificare l’orientamento interpretativo espresso da questa Commissione con la Comunicazione DIN/1056336 del 23 luglio 2001.

In base a tale disposizione, l’attività di ricerca costituisce un momento essenziale del processo di investimento del gestore ai fini della formulazione di previsioni e dell’effettuazione di analisi su cui fondare le strategie di investimento. L’efficiente valutazione delle possibili opportunità di investimento è, infatti, strettamente connessa con la qualità e con la pluralità delle informazioni disponibili.

Ciò vale anche con riferimento alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, alla luce dei principi generali che regolano l’attività di *asset management* e della prassi operativa che si riscontra presso gli intermediari gestori.

Poiché la ricerca costituisce, nel senso sopra precisato, un elemento imprescindibile di ogni attività di gestione patrimoniale, la stessa risulta essere già remunerata dalle *management fees* prelevate a valere sui portafogli gestiti.

4. CONDIZIONI DI RICEVIBILITÀ DELLA RICERCA QUALE SPECIFICA TIPOLOGIA DI *SOFT COMMISSION*

La ricerca resa al gestore dal negoziante va correttamente inquadrata

*La ricerca nel
processo
d’investimento dei
gestori*

nella fattispecie della *soft commission*, ovverosia di una prestazione non monetaria fornita da un terzo. In quanto tale, la legittimità della stessa deve essere vagliata alla luce degli artt. 52, comma 1, lett. b), e 73, comma 1, lett. b) del Regolamento Intermediari.

Pertanto, l'attività di ricerca ricevuta dal gestore dovrà determinare un incremento della qualità del servizio reso al cliente o all'OICR in assenza di pregiudizio dei loro interessi ed essere oggetto di *disclosure*.

4.1 Incremento della qualità

*Il requisito
dell'incremento
della qualità*

Affinché la ricerca ricevuta dal gestore comporti un effettivo incremento di qualità del servizio prestato e non ostacoli l'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente, la stessa deve soddisfare i seguenti requisiti:

La novità

- a) in primo luogo, deve essere caratterizzata dal requisito della novità, assicurando valore aggiunto al servizio prestato dal gestore nei confronti dei clienti o degli OICR gestiti.

La ricerca deve quindi risultare complementare e non sostitutiva rispetto a quella previamente elaborata o acquisita dal gestore per l'adozione delle scelte di investimento nell'ambito del processo decisionale posto in essere. Infatti, il gestore, ove intenda indirizzare ad un negoziatore l'esecuzione di un ordine di investimento/disinvestimento, deve aver già elaborato una strategia e, quindi, acquisito e valutato le informazioni micro e macroeconomiche poste a suo fondamento. Ciò che vale anche qualora il gestore abbia scelto di esternalizzare l'attività di ricerca, dovendo in ogni caso acquisire un adeguato e completo *set* informativo prima di qualsiasi decisione (strategica o tattica) di investimento e conservare un'autonoma capacità di comprensione e valutazione delle informazioni così ottenute;

L'originalità

- b) deve rappresentare un'elaborazione originale. In tal senso, può consistere in considerazioni e valutazioni critiche di fatti nuovi o già esistenti ma non nella mera ripetizione o riformulazione di dati esistenti o già diffusi;

*Il carattere
rigoroso*

- c) deve essere rigorosa e non si deve limitare all'affermazione di ciò che è comunemente noto o evidente;

La significatività

- d) deve comprendere un'analisi o un'elaborazione di dati volte a raggiungere conclusioni significative. In tal senso, non può ritenersi ammissibile un'attività di ricerca consistente nella mera fornitura di prezzi o di serie storiche di prezzi priva di un'attività di analisi volta a pervenire a conclusioni significative.

4.2 Adempimenti in tema di *disclosure*

*Gli obblighi di
trasparenza*

Ai sensi degli artt. 52, comma 1, lett. b1) e 73, comma 1, lett. b1) del Regolamento Intermediari, la prestazione non monetaria fornita dal

negoziatore al gestore deve essere oggetto di specifica informativa ai clienti/partecipanti agli OICR. Tale informativa deve essere preventiva, completa, accurata e comprensibile.

In linea con tale disciplina, nell'informativa concernente la ricerca quale *soft commission* vengono precisati l'oggetto delle prestazioni fornite e i termini essenziali degli accordi che le regolano. In particolare, deve essere oggetto di specifica *disclosure* la sua rilevanza economica per linee di gestione e OICR gestiti. A tal fine, potranno essere utilizzati i criteri da impiegare per determinare l'apprezzamento economico della ricerca in sede di applicazione della *transmission policy*, come si dirà in seguito.

Laddove la prestazione di ricerca sia prevista da un *soft commission agreement* che comporti un rapporto di durata, occorre che sia fornita, in aggiunta a quanto sopra previsto, un'informativa aggiornata al cliente/partecipante all'OICR che lo renda edotto sulle eventuali modificazioni delle informazioni rese in precedenza.

Per assolvere a tali obblighi, il gestore potrebbe utilizzare un qualsiasi documento previsto dalla regolamentazione vigente che, per natura e tempistica di diffusione, risulti idoneo allo scopo (ad es., il prospetto d'offerta).

5. PROFILI DI *BEST EXECUTION* E COERENZA CON LA SPECIALIZZAZIONE DEL NEGOZIATORE

La ricezione da parte del gestore della ricerca fornita dal negoziatore, inquadrata normativamente nella fattispecie degli *inducements*, comporta implicazioni anche sul piano della *best execution*.

*Il rispetto della
best execution*

Infatti, la ricezione della ricerca fornita dallo stesso soggetto che presta al gestore anche un'attività di negoziazione può distogliere quest'ultimo dall'assicurare al cliente/OICR il miglior risultato possibile nell'attività di esecuzione degli ordini per conto dei patrimoni gestiti.

Ne consegue che il gestore, nel ricevere la tipologia di *soft commission* in oggetto, dovrà ad ogni modo agire nel rispetto degli obblighi imposti dalla normativa vigente in tema di *best execution*.

Le disposizioni vigenti prevedono, infatti, che i gestori, laddove non intendano eseguire direttamente gli ordini per conto dei portafogli gestiti, debbano stabilire una strategia di trasmissione (c.d. *transmission policy*) che identifichi i negoziatori cui "instradare" gli ordini in virtù delle strategie di esecuzione da questi adottate.

A tal fine, il gestore deve tener conto di determinati fattori e criteri, fissandone l'importanza relativa. In particolare, tra i fattori rientrano il prezzo, i costi, la rapidità e la probabilità di esecuzione e di regolamento, le dimensioni, la natura dell'ordine o qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione (artt. 70, commi 1 e 2, e 68, comma 1, Regolamento Intermediari); tra i criteri rientrano gli

obiettivi di investimento e i rischi specifici del cliente/OICR gestito, le caratteristiche dell'ordine, le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto dell'ordine e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi, nonché le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto (artt. 70, commi 1 e 2, e 68, comma 2, Regolamento Intermediari).

La strategia di trasmissione così adottata deve essere anche oggetto di informativa appropriata agli investitori, nonché di verifica dell'efficacia della stessa e della qualità dell'esecuzione ed è soggetta ad aggiornamento periodico.

Alla luce di quanto sopra, va considerata l'eventualità che il negoziatore fornisca al gestore, in abbinamento all'esecuzione degli ordini impartiti, un'attività di ricerca e di assistenza connessa all'esecuzione delle operazioni di investimento e disinvestimento dei portafogli gestiti (che, in quanto *soft commission*, presenti i menzionati requisiti di novità, originalità, rigore e significatività e risulti ulteriore e, quindi, accessoria rispetto alla ricerca che costituisce momento indefettibile del processo d'investimento di ciascun gestore).

Sotto il profilo della *best execution*, tale attività di ricerca, ancorché non esplicitamente e separatamente remunerata dalle commissioni applicate sui patrimoni gestiti, costituisce un'utilità suscettibile di autonomo apprezzamento economico.

In tale ottica, in sede di applicazione della *transmission policy*, il suddetto apprezzamento economico deve considerarsi ai fini della corretta valutazione del costo dell'esecuzione dell'ordine.

L'osservanza degli obblighi in tema di *transmission policy* implica che il gestore, ai fini della migliore esecuzione nell'interesse del cliente/OICR, consideri soltanto il costo rigorosamente necessario all'esecuzione degli ordini.

A tal fine, l'apprezzamento economico della ricerca deve essere determinato in base a criteri di ragionevolezza, oggettività ed attendibilità e non può, quindi, essere irragionevolmente sovra o sottostimato. Il relativo processo valutativo dovrebbe basarsi sulle informazioni acquisite dal negoziatore e dovrebbe, comunque, condurre ad una decisione verificabile in base ai predetti criteri e ad un risultato conforme a quanto comunicato in sede di *disclosure* ai sensi degli artt. 52, comma 1, lett. b1, e 73, comma 1, lett. b1 (cfr. par. 4.2 del presente documento).

Pertanto, il ragionevole apprezzamento economico della ricerca da parte del gestore è finalizzato esclusivamente alla corretta applicazione della norme in tema di *transmission policy* e di *disclosure* sugli *inducements* e non incide, pertanto, sull'unitaria contabilizzazione delle commissioni di negoziazione complessivamente corrisposte al *broker*.

Il rispetto dei principi di *best execution* presuppone, inoltre, che l'oggetto della ricerca fornita dal negoziatore al gestore sia coerente con

la specifica competenza operativa del *broker* cui vengono “instradati” gli ordini per conto dei patrimoni gestiti (a titolo esemplificativo, un *broker* che operi sul mercato asiatico potrà fornire ricerca esclusivamente con riferimento a tale mercato).

La coerenza della ricerca rispetto alla competenza operativa del negoziatore

Il rispetto di tale indicazione operativa consente al gestore di ottenere una ragionevole e qualificata correlazione tra la ricerca acquisita e l'attività di negoziazione degli ordini cui è abbinata, agevolando, conseguentemente, il perseguimento del miglior risultato possibile in favore dei clienti/OICR per conto dei quali i predetti ordini vengono eseguiti.

La valutazione di tale coerenza andrà diversamente calibrata a seconda del grado di specializzazione operativa del negoziatore cui è “instradato” l'ordine.

Pertanto, la coerenza dovrà essere valutata in maniera più stringente nel caso di un negoziatore specializzato nella trattazione di una sola categoria di titoli ed in modo più attenuato qualora il negoziatore prescelto sia solito operare su una pluralità di categorie di strumenti finanziari (diversamente specializzati, ad esempio, per aree geografiche o per settore). In quest'ultimo caso, infatti, il requisito della coerenza può dirsi sussistere con riferimento a ciascuna delle categorie di titoli sui quali normalmente verte l'operatività del *broker*.

ⁱ Tale disposizione, inoltre, richiede che siano soddisfatte le seguenti ulteriori condizioni:

a) le ricerche o le altre informazioni “vengano qualificate o descritte come ricerca in materia di investimenti o con termini analoghi, o vengano presentate come una spiegazione obiettiva o indipendente delle questioni oggetto della raccomandazione;
b) non costituiscano prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti”.

ⁱⁱ Al riguardo, la Commissione europea in data 10 ottobre 2007 ha pubblicato sull'argomento una Q&A nel proprio data-base “Your questions on MiFID”. In tale Q&A n. 112, si precisa che il gestore deve ottenere sufficienti informazioni dal *broker* al fine di giustificare l'allocazione del costo tra attività di esecuzione e di ricerca; allocazione che, al fine di assicurare il miglior interesse del cliente, non può essere arbitraria o irragionevole. Viene fatta salva l'applicazione alla fattispecie in esame della disciplina normativa in tema di *soft commission*.

Il CESR non si è mai pronunciato con specifico riguardo alla legittimità ed ammissibilità della fattispecie di *soft commission* in parola, né alle implicazioni connesse con il rispetto della *best execution* (cfr., in proposito, la raccomandazione CESR/07-228b “*Inducements under MiFID*” e il documento “Q&A” CESR/07-320 “*Best Execution under MiFID*”, entrambi del Maggio 2007).

I *regulators* dei principali Paesi membri hanno dettato regole apposite sul tema in oggetto (cfr., per una disamina della normativa inglese, il COBS 11.6, e, per una disamina di quella francese, gli artt. 314-77/314-85-1 del *Règlement général* e l'istruzione AMF n. 2007-02 del 18 gennaio 2007).

In proposito, merita particolare menzione la normativa britannica, che, in aggiunta alla generale disciplina in materia di *inducements*, prevede specifiche disposizioni in tema di *using of dealing commission*. Tale disciplina consente al gestore di ricevere dal negoziatore ricerca in aggiunta all'esecuzione degli ordini dei propri clienti purché la ricerca ricevuta:

- sia in grado di fornire valore aggiunto alla decisione, rappresenti un'elaborazione originale, sia rigorosa e raggiunga conclusioni significative;
- sia oggetto di specifici obblighi di informativa preventiva e periodica.

Inoltre, gli accordi che prevedano la fornitura di ricerca unitamente all'esecuzione di ordini non devono compromettere la capacità dei gestori di rispettare l'obbligo di *best execution*.

Il report della FSA denominato “*Use of dealing commission – results of thematic review*” del gennaio 2008, nel riepilogare le finalità perseguite dalla nuova normativa in tema di *dealing commission* ha avuto modo di chiarire che “*the dealing commission regime has the following main elements, delivered via the FSA Handbook and relevant industry codes*”:

- *investment managers' use of dealing commission should be limited to the purchase of “execution” and “research”, as the FSA Handbook now requires;*
- *investment managers should give their clients better information about the respective costs of execution and research, and the overall expenditure on these services;*
- *investment managers should be encouraged to seek, and brokers to provide, clear payment mechanisms that enable individual services to be purchased separately and*
- *finally, we also sought to promote a level playing-field in the production of research”.*