

AVV. FAUSTO GULLO

AVV. FERDINANDO BILOTTI

DOTT. MATTEO ANGELONI

COLLABORATORI

DOTT.SSA FLAVIA GRATTA

Spett.le CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, 3
00198 Roma

Roma, 19 marzo 2022

Via SIPE — Sistema Integrato per l'Esterno

OGGETTO: Osservazioni al documento di consultazione del 17 febbraio 2022 *"MODIFICHE AL REGOLAMENTO INTERMEDIARI. ADEGUAMENTO NAZIONALE ALLA DIRETTIVA (UE) 2021/338 CHE MODIFICA MIFID II NELL'AMBITO DEL CAPITAL MARKETS RECOVERY PACKAGE, AGLI ATTI DELEGATI DI IMPLEMENTAZIONE DELLE NORMATIVE MIFID II, UCITS E IDD IN TEMA DI FINANZA SOSTENIBILE, NONCHÈ ALLA DIRETTIVA (UE) 2019/2034 CHE MODIFICA MIFID II IN MATERIA DI REVERSE SOLICITATION. ULTERIORI INTERVENTI DI MODIFICA."*

Spettabile Commissione,

ringraziando per l'opportunità offerta di partecipare alla consultazione in oggetto di cui si condividono le finalità, lo scrivente studio ritiene opportuno rappresentare alcune considerazioni in merito alle proposte di modifica del Regolamento Intermediari con particolare riferimento al nuovo articolo 40-bis (*Cambiamento di strumenti finanziari*).

La novità proposta appare in linea con il nuovo comma aggiunto dalla Direttiva (UE) 2021/338 all'art. 25, paragrafo 2 di MiFID II. Sembrano tuttavia necessari alcuni interventi di coordinamento nei seguenti articoli del Regolamento Intermediari:

- articolo 40 (*Principi generali*);
- articolo 41 (*Dichiarazione di adeguatezza nel servizio di consulenza in materia di investimenti*);
- articolo 171 (*Valutazione dell'adeguatezza*).

Articolo 40 (Principi generali)

L'obbligo degli intermediari di procedere all'analisi costi-benefici delle operazioni di *switch* è stato originariamente previsto nell'art. 54, paragrafo 11 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 e per effetto delle modifiche apportate all'art. 25, paragrafo 2 di MiFID II è stato innalzato a rango primario.

Nel Regolamento delegato viene specificato che finalità dell'analisi è quella di poter dimostrare che i benefici del cambiamento sono maggiori dei relativi costi. Testualmente:

“Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio che comportano dei cambiamenti negli investimenti, mediante la vendita di uno strumento e l'acquisto di un altro o mediante l'esercizio del diritto di apportare una modifica a uno strumento esistente, le imprese di investimento raccolgono le necessarie informazioni sugli investimenti esistenti del cliente e sui nuovi investimenti raccomandati e effettuano un'analisi dei costi e benefici del cambiamento, in modo tale da essere ragionevolmente in grado di dimostrare che i benefici del cambiamento sono maggiori dei relativi costi.” [sottolineato aggiunto]

Detta dimostrazione non è stata riproposta nella norma primaria (art. 25, paragrafo 2 di MiFID II), nella quale invece viene ora data evidenza alla circostanza che il cliente deve essere informato dall'intermediario che presta il servizio di consulenza non riguardo alla superiorità dei benefici rispetto ai costi, bensì se i benefici derivanti dall'operazione di *switch* siano superiori o inferiori ai relativi costi. Testualmente:

“Quando prestano consulenza in materia di investimenti o gestione del portafoglio che comporta cambiamenti di strumenti finanziari, le imprese di investimento ottengono le informazioni necessarie in merito all'investimento del cliente e analizzano i costi e i benefici di tali cambiamenti di strumenti finanziari. Quando prestano servizi di consulenza in materia di investimenti, le imprese di investimento comunicano al cliente se i benefici derivanti dai cambiamenti di strumenti finanziari sono superiori o inferiori ai relativi costi.” [sottolineato aggiunto]

L'art. 40 del RI (non oggetto di modifica) opera attualmente un rinvio all'art. 54, paragrafo 11 per identificare i principi generali cui gli intermediari devono conformarsi nel valutare l'adeguatezza di servizi di investimento e strumenti finanziari raccomandati nell'ambito dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli.

Considerato che il nuovo art. 40-bis attua la disciplina sulle operazioni di *switch* riproducendo integralmente l'art. 25, par. 2 di MiFID II, il rinvio operato dall'art. 40 al paragrafo 11 dell'art. 54 del Regolamento delegato dovrebbe essere rimosso per evitare contraddizioni tra le nuove prescrizioni della MiFID II che, con la comunicazione al cliente, ammettono raccomandazioni di *switch* anche con benefici inferiori ai costi, e quelle del Regolamento delegato che non consentivano tale possibilità.

Articolo 41 (Dichiarazione di adeguatezza nel servizio di consulenza in materia di investimenti)

Ulteriore intervento di coordinamento sembra necessario nell'art. 41 che disciplina i contenuti della dichiarazione di adeguatezza nel servizio di consulenza in materia di investimenti.

La comunicazione sugli esiti dell'analisi costi/benefici cui sono ora tenuti gli intermediari che prestano consulenza in materia di investimenti potrebbe essere fornita nell'ambito della dichiarazione di adeguatezza. Peraltro tale soluzione (ossia indicare gli esiti dell'analisi costi/benefici nella dichiarazione di adeguatezza) risulterebbe in linea con l'orientamento (n. 91) espresso da ESMA nelle sue *"Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements"* [06/11/2018 | ESMA35-43-1163 IT], alle quali codesta Commissione ha dichiarato di conformarsi con avviso del 29 novembre 2018.

Per quanto sopra si suggerisce:

- (i) di deprivare l'articolo 40-bis in consultazione del comma 3 che introduce l'obbligo informativo in parola a carico di intermediari che prestano il servizio di consulenza; e
- (ii) di introdurre dopo il comma 1 dell'articolo 41 del RI un nuovo comma come segue:

"1-bis. La dichiarazione di adeguatezza deve spiegare in maniera chiara se i benefici derivanti dai cambiamenti di strumenti finanziari sono superiori o inferiori ai relativi costi."

Alternativamente, si suggerisce di indicare nel comma 3 dell'articolo 40-bis che la comunicazione può/deve essere assolta mediante la dichiarazione di adeguatezza di cui al successivo articolo 41.

Articolo 171 (Valutazione dell'adeguatezza)

Nell'intento di allineare la disciplina che governa la prestazione del servizio di consulenza da parte dei consulenti autonomi e delle società di consulenza a quanto proposto per gli intermediari tramite l'introduzione del nuovo articolo 40-bis, si considerano opportuni alcuni interventi di miglior coordinamento nel comma 5 dell'articolo 171.

Coerentemente con quanto sopra esposto circa la comunicazione degli esiti dell'analisi costi/benefici si suggerisce di rimuovere le attuali indicazioni sulla dimostrazione della superiorità dei benefici rispetto ai costi. Inoltre, per una maggiore aderenza con la previsione dell'art. 40-bis (e con l'articolo 25, paragrafo II di MiFID II), si suggerisce di adeguare l'indicazione relativa alle informazioni necessarie.

Di seguito si riporta la proposta di riformulazione:

"5. Quando la raccomandazione comporta dei cambiamenti negli investimenti, mediante la vendita di uno strumento e l'acquisto di un altro o mediante l'esercizio del diritto di apportare una modifica

a uno strumento esistente, i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria raccolgono le informazioni necessarie in merito all'investimento del cliente, effettuano un'analisi dei costi e benefici del cambiamento e comunicano al cliente se i benefici derivanti dai cambiamenti negli investimenti sono superiori o inferiori ai relativi costi.

* * *

Per eventuali chiarimenti si prega di contattare l'Avv. Ferdinando Bilotti (f.bilotti@studiogullo.it), il Dott. Matteo Angeloni (m.angeloni@gaiures.it) o la Dott.ssa Flavia Gratta (f.gratta@studiogullo.it).

Ringraziando per l'attenzione, si porgono distinti saluti.

STUDIO GULLO