

# CROSS-BORDER – DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI

17.09.2021

Docenti

**Donatella Favalli**, Avv., Senior Legal Advisor, BRP SA; co-responsabile del Gruppo di lavoro del Canton Ticino del Groupement des Compliance Officers (GCO) de Suisse Romande et du Tessin

**Patrick Genazzi**, Partner, BRP Bizzozero & Partners SA, GinevraMarzia

**Marzia Laura Martinoli**, Avv., Grimaldi Studio Legale, Milano

## Indice

<b>Cross-border – Distribuzione di prodotti</b> <i>a cura di Donatella Favalli e Patrick Genazzi</i>	1
<b>Strumenti e prodotti finanziari non quotati: il modello distributivo dalla Svizzera verso l'Italia nei confronti di clientela non retail</b> <i>a cura di Marzia Martinoli</i>	52

# Cross-Border Distribuzione di Prodotti

Patrick Genazzi  
Donatella Favalli

Settembre 2021 - Lugano



© CSVN: La presente documentazione ha esclusivo scopo didattico e non può essere utilizzata per fini differenti rispetto a quelli per cui è stata preparata. È vietata la riproduzione delle informazioni in essa contenute e la distribuzione, in qualsiasi forma e con qualsiasi strumento, senza un'espressa autorizzazione del CSVN.

brp  
Bizzazero & Partners  
Regulatory Products

## INDICE

1. Introduzione
2. Regolamentazione svizzera
3. Principi cross-border e regole UE
4. Q&A



# INDICE

## 1. Introduzione

- a) Attori, attività, leggi applicabili
- b) Importanza della tematica
- c) Strumenti di protezione degli investitori
- d) Rischi



# INDICE

## 2. Regolamentazione svizzera

- a) Quadro normativo
- b) Impatto della LSerFi
- c) Concetto di «offerta»
- d) Appropriatelyzza e adeguatezza
- e) Classificazione dei clienti
- f) Retrocessioni
- g) Prospetto
- h) Foglio informativo di base



# INDICE

## 3. Principi cross-border e regole UE (1/2)

- a) Situazione di partenza
- b) Storico
- c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi
  - i. Succursale
  - ii. Decisione di equivalenza
  - iii. «Reverse Solicitation»
- d) Implicazioni



# INDICE

## 3. Principi cross-border e regole UE (2/2)

- e) Temi specifici di MiFID
  - i. Suitability & Appropriateness
  - ii. «Product governance» e «target market»
  - iii. Classificazione dei clienti
  - iv. Retrocessioni
- f) Regolamentazione prodotti nell'UE
  - i. Regolamento Prospetti
  - ii. Direttiva UCITS/OICVM
  - iii. Direttiva AIFMD/GEFIA
  - iv. PRIIPs
  - v. Misure di intervento su prodotti specifici
- g) Regole extra-UE – «Resto del mondo»

## 4. Q&A



# 1. Introduzione



## 1. Introduzione

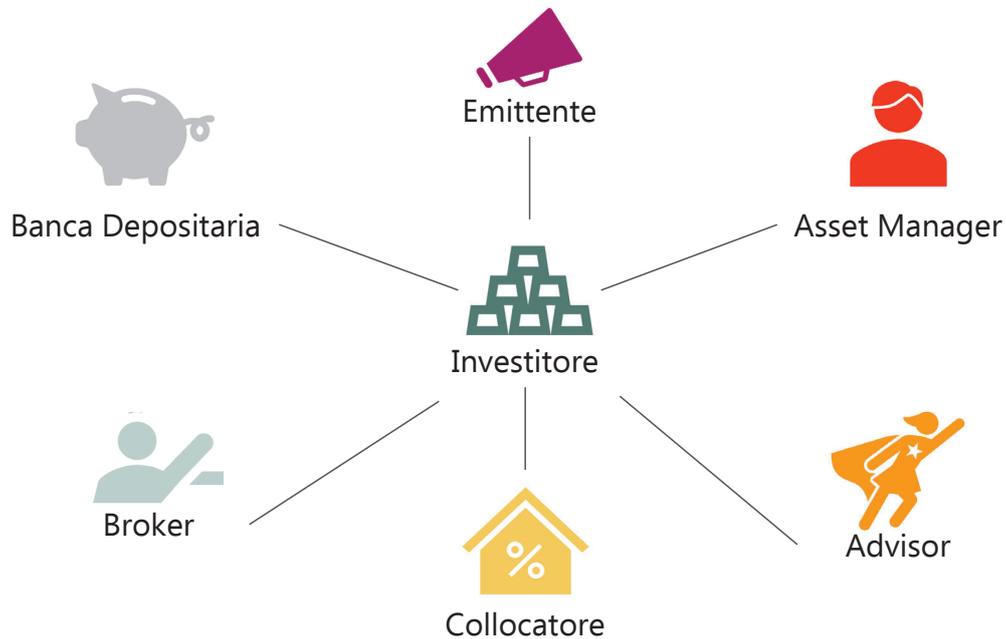
### a) Attori, attività...

- > Quali sono gli attori che entrano in considerazione quando si parla di distribuzione di prodotti finanziari?
- > Quali sono le attività che vengono svolte nell'ambito della distribuzione di prodotti finanziari?



## 1. Introduzione

### a) Attori, attività...



## 1. Introduzione

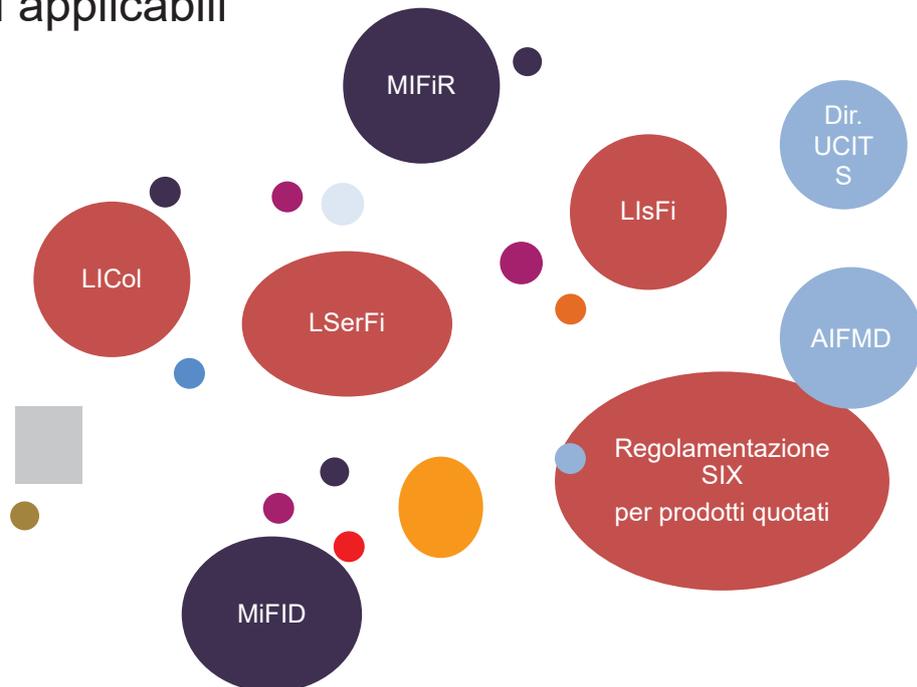
### a) ... leggi applicabili

- > Quali sono le leggi (svizzere ed estere) che entrano in considerazione quando si parla di distribuzione di prodotti finanziari?



## 1. Introduzione

a) ... leggi applicabili



## 1. Introduzione

b) Importanza della tematica (1/4)

- > Perché le normative UE e in particolare le "regole di distribuzione dei prodotti" sono pertinenti?
  - > Scopo: protezione degli investitori
  - > MiFID II vs. Normative sui prodotti: approccio diverso!



## 1. Introduzione

### b) Importanza della tematica (2/4)

#### > Cosa bisogna tenere inoltre in considerazione?

- > Aspetti fiscali (vedi: Guidelines for the assessment of knowledge and competence ESMA gennaio 2017)

#### **V.III Criteria for knowledge and competence for staff giving investment advice**

18. Firms should ensure that staff giving investment advice have the necessary knowledge and competence to:

- a. understand the key characteristics, risk and features of the investment products being offered or recommended, including any general tax implications to be incurred by the client in the context of transactions. Particular care should be taken when providing advice with respect to products characterised by higher levels of complexity;



## 1. Introduzione

### b) Importanza della tematica (3/4)

#### > *segue*

#### **V.II Criteria for knowledge and competence for staff giving information about investment products, investment services or ancillary services**

17. Firms should ensure that staff giving information about investment products, investment services or ancillary services that are available through the firm have the necessary knowledge and competence to:

- a. understand the key characteristics, risk and features of those investment products available through the firm, including any general tax implications and costs to be incurred by the client in the context of transactions. Particular care should be taken when giving information with respect to products characterised by higher levels of complexity;



## 1. Introduzione

### b) Importanza della tematica (4/4)

#### > Tematica ESG

- > Istruzioni del cliente (art. 398 CO, Direttiva ASB sui mandati di gestione patrimoniale)
- > Linguaggio comune

#### > Motivate la vostra risposta



## 1. Introduzione

### c) Strumenti di protezione degli investitori

#### > Foro e diritto applicabile: Convenzione di Lugano e Convenzione di Roma

- > Norme sulla tutela dei consumatori
- > Regole di condotta
- > Normative sui prodotti

#### > «Game changer»: scambio automatico di informazioni (SAI)

Ha attivato gli strumenti di protezione!



## 1. Introduzione

### d) Rischi

- > **Rischio regolamentare/amministrativo - penale**
  - > Sanzioni e multe
  - > Divieti
  
- > **Rischio civile**
  - > Nullità del contratto
  - > Responsabilità e risarcimento
  
- > **Rischio commerciale**
  - > Perdita di clienti e business



## 2. Regolamentazione svizzera



## 2. Regolamentazione svizzera

### a) Quadro normativo (1/4)

- > A livello di leggi e ordinanze CF: 1.1.2020 entrata in vigore della LSerFi, LIsFi e nuova LICol, nonché delle ordinanze del CF
  - > 31.12.2021: fine del periodo transitorio LSerFi
  - > 31.12.2022: fine del periodo transitorio LIsFi
  - > Entro 23.12.2020: obbligo affiliazione presso un organo di mediazione
  - > Entro 19.1.2021: obbligo iscrizione nel registro dei consulenti
  - > Dall'1.12.2020: obbligo pubblicazione prospetti per valori mobiliari



## 2. Regolamentazione svizzera

### a) Quadro normativo (2/4)

- > A livello di ordinanze FINMA:
  - > Adozione OIsFi-FINMA,
  - > revisione dell'OICol- FINMA e di altre ordinanze FINMA
- > A livello di circolari FINMA:
  - > revisione di alcune circolari FINMA (es: Circ. FINMA 13/8 «Regole di condotta sul mercato»);
  - > abrogazione, tra le altre, della Circ. FINMA 08/5 «Commerciante di valori mobiliari», della Circ. FINMA 13/9 «Distribuzione di ICC»
- > A livello di autoregolamentazione: ASB, AMA,...



## 2. Regolamentazione svizzera

### a) Quadro normativo (3/4)

- > Risultato della volontà della FINMA e del Consiglio Federale di «trarre insegnamenti dalla crisi finanziaria»
- > Allineamento a standard internazionali e a MiFID
- > Integrazione di prassi esistente e giurisprudenza
  
- > Risultato finale, dopo dichiarazioni critiche delle parti interessate, molto più modesto del progetto iniziale



## 2. Regolamentazione svizzera

### a) Quadro normativo (3/4)

- > **Obiettivi**
  1. Coerenza delle norme e delle regole di condotta per tutti i fornitori di servizi finanziari, indipendentemente dai prodotti offerti
    - ✎ Raggiungimento: SI
    - ✎ Regole intersettoriali; «Level playing field» per i prodotti; Approccio coerente per tutti gli attori (fine dell'eccezione per gestori patrimoniali esterni)
  2. Migliorare la protezione degli investitori
    - ✎ Raggiungimento: NI
    - ✎ Modifiche «marginali» alle regole esistenti



## 2. Regolamentazione svizzera

### a) Quadro normativo (4/4)

- > Obiettivi (segue)
  3. Promozione dell'accesso al mercato UE («Equivalenza»)
    - ✗ Raggiungimento: NO



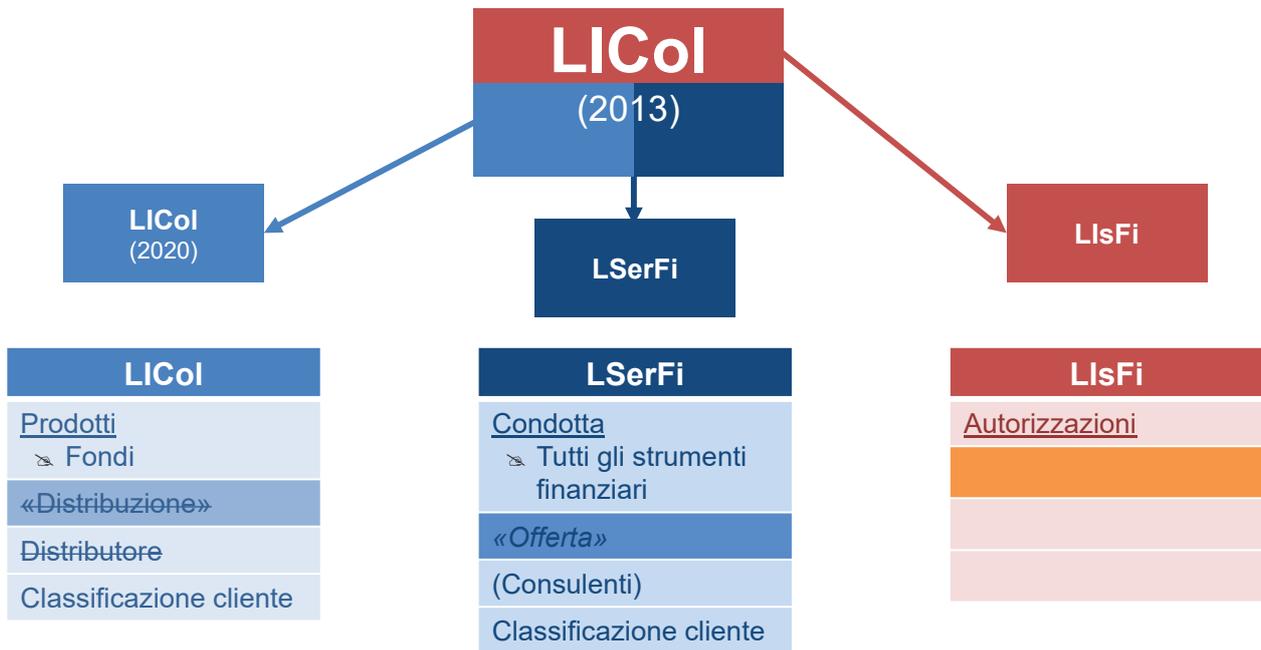
## 2. Regolamentazione svizzera

### b) Impatto della LSerFi

- > LSerFi:
  - > Fissazione di regole di condotta e disciplina della fornitura di servizi finanziari
  - > Miglioramento della protezione del cliente
- > LIsFi:
  - > Regolamentazione delle autorizzazioni e licenze
- > LICol:
  - > Regolamentazione specifica dei fondi e dei relativi attori



## 2. Regolamentazione svizzera



## 2. Regolamentazione svizzera

LICol	LSerFi	LIsFi
Prospetto	Prospetto	
KIID—«Informazioni chiave per gli investitori»	«Foglio informativo di base»	
Prodotti strutturati	Prodotti strutturati	
Direzione del fondo		Direzione del fondo
Gestore patrimoniale di investimenti collettivi di capitale		Gestori di patrimoni collettivi
Regole di condotta	Regole di condotta	
SICAF, SICAV & SAcCol		
Banca depositaria		
		Gestori di patrimoni



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (1/8)

- > Sino al 31.12.2019, in vigore della vecchia LICol:
  - > Distribuzione: qualsiasi tipo di attività (offerta o pubblicità) finalizzata all'acquisizione di quote di investimenti collettivi di capitale da parte di un investitore
  - > Chi effettuava una distribuzione doveva ottenere dalla FINMA un'autorizzazione quale distributore di investimenti collettivi di capitale



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (2/8)

- > Dall'1.1.2020, con l'entrata in vigore della LSerFi:
  - > Abolizione del concetto di distribuzione e introduzione del concetto di offerta:
    - > «Qualsiasi invito ad acquistare uno strumento finanziario che contiene informazioni sufficienti sulle condizioni dell'offerta e sullo strumento finanziario stesso» (art. 3 lit. g LSerFi)
      -  *Strumento finanziario (art. 3 lit. a LSerFi): azioni, obbligazioni, quote di fondi di investimento, derivati, prodotti strutturati, depositi, obbligazioni di prestito*
  - > Abolizione dello statuto di distributore di fondi di investimenti collettivi di capitale e del relativo obbligo autorizzativo
  - > Introduzione della figura dei «consulenti alla clientela»



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (3/8)

- > Più' ampio del concetto di distribuzione per quanto riguarda ciò che ne è oggetto: strumenti finanziari e non solo più' fondi di investimento
- > Più' limitato per quanto riguarda le attività che ne sono comprese: rispetto alla distribuzione, non comprende la pubblicità



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (4/8)

- > L'«offerta» è un servizio finanziario?
  - > In quanto tale, essa non è un servizio finanziario quale definito dall'art. 3 lit. c LSerFi
  - > Solo lo svolgimento (a titolo professionale) di un servizio finanziario da parte di un fornitore di servizi finanziari comporta l'obbligo di rispettare le norme di comportamento LSerFi, l'adozione delle relative misure organizzative interne, la registrazione al Registro dei consulenti, l'affiliazione ad un organo di mediazione
- > Perciò, se ci si limita ad offrire uno strumento finanziario senza svolgere un servizio finanziario, questi obblighi non si applicano (si applicano solo le norme concernenti l'offerta)



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (5/8)

- > Tuttavia, un'offerta può sfociare nel servizio finanziario dell' «acquisto o alienazione di strumenti finanziari» (per conto di un cliente)

 Art. 3 cpv. 2 OSerFi: *«Per acquisto o alienazione di strumenti finanziari si intende qualsiasi attività rivolta **direttamente** a determinati clienti e finalizzata **specificamente** all'acquisto o all'alienazione di uno strumento finanziario».*

 Art. 3 cpv. 6 OSerFi: *«Non sono considerate offerte: la messa a disposizione di informazioni su richiesta o su iniziativa del cliente che non è preceduta da pubblicità; la mera messa a disposizione di informazioni fattuali; la menzione del nome dello strumento finanziario con o senza informazioni fattuali di carattere generale (ISIN, NAV, prezzi, informazioni sui rischi, dati fiscali); la messa a disposizione di info e documenti richiesti dalla legge».*



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (6/8)

- > Spiegazioni DFF all'OSerFi 6.11.2019

 *«Per senso e scopo la definizione comprende in particolare anche le attività rivolte a una **clientela specifica**, che sono identificabili prima dell'acquisto formale o dell'alienazione di strumenti finanziari e che sono dirette **specificatamente** all'acquisto o all'alienazione di uno strumento finanziario, nell'ambito delle quali però **non** viene fornita alcuna consulenza per operazioni specifiche. (...)*



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (7/8)

#### > Spiegazioni DFF all'OSerFi 6.11.2019



*«Non rientrano invece in questa definizione di servizio finanziario gli **eventi informativi** organizzati da imprese per **investitori istituzionali** che si svolgono prima di un'offerta pubblica iniziale («Initial Public Offering», IPO) o che non riguardano operazioni specifiche («non-deal roadshow»).*

*Infine, non è considerato servizio finanziario nemmeno l'acquisto o l'alienazione di strumenti finanziari **fra intermediari finanziari**, ossia ad esempio quando un investimento collettivo di capitale di una banca vende quote di fondi che la banca palesemente non detiene in portafogli propri ma intende rivendere a clienti (non ancora individuati). Scopo della legge è proteggere il cliente finale, non il fornitore di servizi finanziari sottoposto a una vigilanza prudenziale».*



## 2. Regolamentazione svizzera

### c) Concetto di «offerta» (8/8)

- > Se si svolge un servizio finanziario, entrano in considerazione una serie di obblighi previsti dalla LSerFi:
  - > Obbligo di rispetto delle norme di comportamento
  - > Obbligo di adozione delle misure organizzative
  - > Obbligo di iscrizione nel registro dei consulenti (se non si è un soggetto sottoposto a sorveglianza prudenziale FINMA)
  - > Obbligo di affiliarsi ad un organo di mediazione



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (1/10)

- > L'SerFi introduce per tutti i fornitori di servizi finanziari l'obbligo formale di eseguire una verifica dell'appropriatazza o dell'adeguatezza
  - > servizi di consulenza in investimenti
  - > servizi di gestione patrimoniale
- > Formalizzazione della prassi esistente
- > La pratica di determinare una strategia di investimento, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio del cliente era già prevista:
  - > Diritto contrattuale (CO)
  - > Circolare FINMA 2009/1 «Regole quadro per la gestione patrimoniale»



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (2/10)

- > Direttive ASB concernenti il mandato di gestione patrimoniale
- > Giurisprudenza del Tribunale federale, in particolare negli anni 2006-2011
- > Organismi di autodisciplina (OAD) (ad es Codice deontologico dell'ASG per l'esercizio della gestione patrimoniale indipendente)



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (3/10)

- > Principi delle sentenze del Tribunale federale sulla gestione patrimoniale:
  - > La creazione del profilo di rischio fa parte dei compiti del mandatario nell'ambito di un mandato di gestione patrimoniale
  - > Il profilo di rischio deve consentire di identificare il rischio che il cliente:
    - > vuole correre in base ai suoi obiettivi di investimento (propensione di rischio ) e che
    - > può anche correre (capacità di rischio) in base alla sua situazione personale



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (4/10)

- > Effetti delle decisioni:
  - > Un gestore che si occupa di clienti privati senza particolari conoscenze finanziarie assume rischi evidenti (soprattutto se il cliente che è disposto a correre rischi più elevati di quanto il suo profilo di investimento consenta non viene informato in modo comprensibile sui rischi)
  - > Per determinare un profilo di rischio, è necessario tenere conto sia di:
    - > Quello che il cliente vuole (propensione di rischio) che
    - > Quello che il cliente può (capacità di rischio)
  - > In ogni caso la propensione al rischio (quello che il cliente vuole), indipendentemente dalla sua capacità finanziaria, è un fattore limitante



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (5/10)



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (6/10)

- > Verifica dell'appropriatazza:
  - > Il fornitore di servizi finanziari si informa sulle conoscenze e sull'esperienza del cliente
  - > «Il cliente capisce?»
    - > Il cliente ha conoscenza/familiarità con i prodotti?
    - > Il cliente può effettuare un'adeguata valutazione del rischio?



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (7/10)

- > Verifica dell'adeguatezza:
  - > Il fornitore di servizi finanziari si informa sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento del cliente, nonché sulle sue conoscenze ed esperienza
  - > «Il cliente **capisce?**»
    - > Il cliente ha conoscenza/familiarità con i prodotti?
    - > Il cliente può effettuare un'adeguata valutazione del rischio?
  - > «Il cliente **è in grado?**»
    - > Il cliente ha la capacità finanziaria?
  - > «Il cliente **vuole?**»
    - > Cosa sono gli obiettivi del cliente?
    - > La strategia è in linea con gli obiettivi?



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (8/10)

- > Profilo di rischio
  - > Conoscenze ed esperienza
    - > Educazione e professione
    - > I tipi di servizi, transazioni e investimenti con cui il cliente ha familiarità
    - > Natura, volume, frequenza delle transazioni del cliente
  - > Situazione finanziaria
    - > Fonte e l'entità delle entrate regolari del cliente
    - > Capitale del cliente (liquidità, investimenti e proprietà immobiliari)
    - > Impegni finanziari del cliente
    - > Capacità di sopportare perdite



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (9/10)

- > **Profilo di rischio (*segue*)**
  - > **Obiettivi d'investimento**
    - > Orizzonte temporale
    - > Finalità dell'investimento
    - > Preferenze del cliente
    - > Rischio desiderato



## 2. Regolamentazione svizzera

### d) Appropriatazza e adeguatezza (10/10)

- > **Domande pratiche**
  - > **Nella gestione patrimoniale**
    - > Nessun cambiamento della prassi
    - > Valutazione avviene a livello «del servizio»
  - > **Nella consulenza**
    - > Valutazione avviene a livello «di transazione»
    - > Distinzione tra consulenza sull'intero portafoglio o su operazioni specifiche
  - > **Nell'execution only**
  - > **Non valutabilità**
  - > **Mancanza di appropriatazza o adeguatezza**



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (1/11)

- > LSerFi introduce un obbligo generale per i fornitori di servizi finanziari di classificare i propri clienti in una delle seguenti categorie:
  - > Clienti privati
  - > Clienti professionali
  - > Clienti istituzionali
- > I clienti privati sono individuati per eccezione: sono privati tutti i clienti che non sono clienti professionali
- > La classificazione dei clienti può essere evitata solo se tutti i clienti sono trattati come clienti privati
- > La categoria può essere cambiata su iniziativa del cliente (tramite "opting-out" o "opting-in")



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (2/11)

- > Clienti professionali:
  - > gli intermediari finanziari secondo la LBCR, (LIsFi) e la LICol
  - > le imprese di assicurazione secondo la LSA
  - > i clienti esteri sottoposti a una vigilanza prudenziale
  - > le banche centrali
  - > gli enti di diritto pubblico con tesoreria professionale
  - > gli istituti di previdenza e gli istituti dediti alla previdenza professionale
  - > le imprese con tesoreria professionale
  - > le grandi imprese
  - > le strutture di investimento private con tesoreria professionale create per clienti privati facoltosi



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (3/11)

- > Clienti istituzionali (sottocategoria dei clienti professionali):
  - > gli intermediari finanziari secondo la LBCR, (LIsFi) e la LICol
  - > le imprese di assicurazione secondo la LSA
  - > i clienti esteri sottoposti a una vigilanza prudenziale
  - > le banche centrali
  - > gli enti di diritto pubblico con tesoreria professionale



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (4/11)

- > Opting-out:
  - > Possibilità per i clienti privati di dichiarare di voler essere considerati clienti professionali
  - > Prerequisiti: i clienti privati devono dichiarare in modo credibile di essere «facoltosi»: esistono due opzioni per soddisfare questo criterio
    - > **Opzione 1:**
      - ✎ Il cliente dispone, grazie alla formazione personale e all'esperienza professionale, delle conoscenze necessarie per comprendere i rischi degli investimenti; E
      - ✎ Un patrimonio di almeno CHF 500k



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (5/11)

- > Opting-out: *(segue)*
  - > **Opzione 2:**
    - ✎ Il cliente possiede un patrimonio di almeno CHF 2 milioni
- > NB: Non sono considerati gli investimenti diretti in immobili e le pretese da assicurazioni sociali nonché gli averi della previdenza professionale.



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (6/11)

- > Opting-in:
  - > I clienti professionali che non sono clienti istituzionali possono dichiarare di volere essere considerati clienti privati
  - > I clienti istituzionali possono dichiarare di volere essere considerati unicamente clienti professionali



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (7/11)

- > **Precisazioni utili per la pratica (art. 4 OSerFi)**
  - > I clienti che hanno diritto allo stesso patrimonio devono essere classificati congiuntamente, per questo patrimonio, nella categoria che offre la maggiore protezione dei clienti
  - > I clienti che operano tramite un rappresentante autorizzato possono convenire con il fornitore di servizi finanziari che la loro classificazione in una categoria si basi sulle conoscenze e sull'esperienza del rappresentante.



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (8/11)

- > **Impatto della classificazione del cliente**
  - > Massimo livello di protezione per la clientela privata
  - > Clienti professionali:
    - ✗ Possono disporre che i fornitori di servizi finanziari non siano tenuti ad osservare: Obblighi di informazione, documentazione e rendiconto
    - ✗ Riguardo alla verifica dell'adeguatezza il fornitore di servizi finanziari può presupporre che essi dispongano delle conoscenze e dell'esperienza necessarie e siano in grado di sostenere finanziariamente i rischi di investimento connessi al servizio finanziario
  - > Nei confronti dei clienti istituzionali le regole di condotta LSerFi non devono essere applicate



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (9/11)

- > Impatto sulla LICol
  - > La LICol mantiene la terminologia di
    - ✎ investitore non-qualificato
    - ✎ investitore qualificato
- > Ma, per le «condizioni», la LICol fa riferimento alla LSerFi
- > Investitori qualificati ai sensi della «nuova» LICol sono:
  - ✎ i clienti professionali (inclusi i clienti privati facoltosi con opting-out a professionali) e i clienti istituzionali, nonché
  - ✎ i clienti privati con un mandato di gestione patrimoniale o un mandato di consulenza con un intermediario finanziario nella misura in cui non dichiarino per iscritto di non voler essere considerati come tali



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (10/11)

- > Impatto sulla pratica
  - > Necessità di considerare una duplice classificazione LSerFi/LICol
  - > In principio: investimenti collettivi di capitale esteri destinati esclusivamente ad investitori qualificati non hanno più l'obbligo di designare un rappresentante ed un agente/ufficio di pagamento in Svizzera.
-  **ATTENZIONE:** Eccezione non applicabile ad investitori qualificati= clienti privati facoltosi divenuti professionali a seguito di “opting-out”!



In situazioni cross-border: Necessità di considerare una triplice classificazione?



## 2. Regolamentazione svizzera

### e) Classificazione dei clienti (11/11)

#### > Riassunto

LICoI 2013	MiFID II (→ PR, PRIIPs, AIFMD, UCITS, etc.)
<b>Categorie:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>&gt; investitore non-qualificato</li><li>&gt; investitore qualificato</li></ul> <b>«Opt-out»:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• CHF 5 Mio.; OPPURE</li><li>• CHF 500k + «esperienza»</li></ul>	<b>Categorie:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>&gt; cliente al dettaglio</li><li>&gt; cliente professionale</li></ul> <b>«Opt-up» (dettaglio → professionale) - 2 di 3 criteri:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• € 500k</li><li>• media 10 operazioni al trimestre (di dimensioni significative sul mercato in questione)</li><li>• esperienza nel settore</li></ul>
LSerFi	finanziario
<b>Categorie:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>&gt; cliente privato</li><li>&gt; cliente professionale</li></ul> <b>«Opt-out» (privato → professionale)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• CHF 2 Mio.; OPPURE</li><li>• CHF 500k + «esperienza»</li></ul>	
LICoI 2020	
<b>Categorie:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>&gt; investitore non-qualificato</li><li>&gt; investitore qualificato<ul style="list-style-type: none"><li>• cliente professionale LSerFi</li><li>• mandato di gestione</li><li>• mandato di consulenza</li></ul></li></ul>	



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

55

## 2. Regolamentazione svizzera

### f) Retrocessioni (1/2)

#### > Giurisprudenza del Tribunale federale

##### > 2006 – Principio

- ☒ Il mandatario è obbligato a render conto del suo operato ed a restituire tutto ciò che ha ricevuto per qualsiasi titolo in forza del mandato;
- ☒ Si tratta di un obbligo modificabile da accordi tra le parti

##### > 2011: Condizioni per una rinuncia effettiva

- ☒ Il cliente ha conoscenza delle retrocessioni
- ☒ Il cliente conosce i parametri necessari per calcolare l'importo totale
- ☒ Il cliente rinuncia esplicitamente alle retrocessioni

##### > 2012: Precisazioni

- ☒ Sulla base del dovere di lealtà del mandatario, il gestore - in caso di prodotti identici - deve scegliere quello più vantaggioso per il cliente
- ☒ La giurisprudenza si applica a tutto il settore finanziario e anche a costellazioni «in house»



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

56

## 2. Regolamentazione svizzera

### f) Retrocessioni (2/2)

- > Regole secondo la LSerFi
  - > Integrazione della prassi e giurisprudenza
  - > I fornitori di servizi finanziari possono accettare da terzi indennità soltanto se:
    - ✎ hanno previamente ed esplicitamente informato i clienti riguardo all'indennità e
    - ✎ questi vi hanno rinunciato
  - > Ai fini di un'adeguata informativa è consentita l'indicazione di forchette
  - > Questo approccio si applica a tutte le relazioni contrattuali con i clienti (*anche execution only*)



Dovere di lealtà: la libertà contrattuale non libera l'intermediario finanziario dal suo dovere di lealtà verso il cliente



## 2. Regolamentazione svizzera

### g) Prospetto (1/2)

- > Principio: Chi offre al pubblico l'acquisto di valori mobiliari deve pubblicare previamente un prospetto. Prima della sua pubblicazione, il prospetto deve essere sottoposto all'organo di verifica che ne verifica la completezza, la coerenza e la comprensibilità
- > Si tratta di una regolamentazione applicabile a tutti i valori mobiliari: le cartevalori, diritti valori (compresi i diritti valori registrati), i derivati e i titoli contabili standardizzati e idonei ad essere negoziati su vasta scala
- > Applicabile anche ad investimenti collettivi di capitale
- > Basata sui requisiti del prospetto UE (Regolamento Prospetti)
- > Il prospetto contiene le indicazioni essenziali per la decisione dell'investitore



## 2. Regolamentazione svizzera

### g) Prospetto (2/2)

#### > Eccezioni

##### > In base al tipo di offerta:

L'obbligo di pubblicazione non si applica all'offerta pubblica che si rivolge:

- ✗ solo a clienti professionali
- ✗ a meno di 500 investitori
- ✗ a investitori che acquistano valori mobiliari per un valore di almeno CHF 100k

E neppure all'offerta pubblica che:

- ✗ ha un valore nominale unitario di almeno CHF 100k
- ✗ non supera il valore complessivo di CHF 8 mio, calcolato su 12 mesi.

##### > Secondo il genere di valori mobiliari

- ✗ Obbligazioni di cassa
- ✗ Valori mobiliari con una scadenza inferiore a un anno (strumenti del mercato monetario)
- ✗ Derivati non offerti sotto forma di emissione



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (1/7)

#### > Obbligo

- > Se uno strumento finanziario (≠ valore mobiliare!) è offerto a clienti privati, il produttore redige previamente un foglio informativo di base
- > Il FIB deve essere consegnato al cliente in qualsiasi forma di consulenza, transazionale o tenuto conto dell'intero portafoglio
- > Non é necessario per strumenti finanziari che possono essere acquistati per clienti privati esclusivamente nel quadro di un mandato di gestione patrimoniale
- > L'obbligo si applica alle relazioni in execution only solo se il FIB é già disponibile



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (2/7)

#### > Relazioni in execution only



L'art. 11 cpv. 2 OSerFi precisa che *«un FIB é considerato disponibile se lo si puo' trovare con un dispendio proporzionato»*



Le Spiegazioni DFF sull'OSerFi specificano: *«Di norma, tale impegno dovrebbe equivalere a una ricerca su Internet. Poiché si presume che la maggior parte dei fogli informativi di base sia pubblicata gratuitamente su Internet in forma elettronica dai rispettivi produttori, un'apposita ricerca dovrebbe consentire di reperire senza difficoltà i fogli informativi di base. Non è peraltro da escludere che si affermeranno sul mercato servizi connessi alla redazione e alla messa a disposizione di fogli informativi di base, semplificando così tali ricerche»*



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (3/7)

- > La norma si basa sull'obbligo che già esisteva in materia di fondi (KIID: informazioni chiave per gli investitori) e sulle esigenze del Regolamento PRIIPS 1286/2014. Il FIB viene ora a sostituire il KIID
- > Eccezioni:
  - > Azioni (inclusi i buoni di partecipazione e buoni di godimento)
  - > Obbligazioni non aventi carattere di derivati
- > In pratica: l'obbligo esiste in particolare per:
  - > Prodotti strutturati e certificati
  - > Derivati
  - > Titoli di debito con carattere derivato (CoCo) e
  - > Investimenti di capitale collettivo



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (4/7)

- > Contiene le informazioni essenziali sugli strumenti finanziari che ne sono oggetto in modo che gli investitori possano prendere una decisione di investimento consapevole:
  - > il nome dello strumento finanziario e l'identità del produttore;
  - > il genere e le caratteristiche dello strumento finanziario;
  - > il profilo di rischio e di rendimento dello strumento finanziario (con l'indicazione della perdita massima)
  - > i costi
  - > la durata di detenzione minima
  - > la negoziabilità dello strumento finanziario
- > Deve essere facilmente comprensibile



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (5/7)

- > La standardizzazione permette:
  - > di facilitarne la lettura
  - > di comparare i diversi strumenti che ne sono oggetto
- > Può essere messo a disposizione in versione cartacea o elettronica
- > Documento a sé stante e distinto chiaramente dal materiale pubblicitario
- > Può essere redatto in inglese o nella lingua di corrispondenza del cliente
- > Se equivalenti al FIB, i documenti redatti in base ad una normativa estera possono essere utilizzati al posto del FIB



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (6/7)

- > Per i clienti in execution only, il cliente può acconsentire in modo generale (ma il consenso deve essere espresso in modo specifico, quindi non è sufficiente una clausola nelle Condizioni Generali) che il FIB sia consegnato dopo la conclusione dell'operazione
- > In caso di «consulenza fra assenti», con il consenso del cliente il FIB può essere messo a disposizione del cliente dopo la conclusione dell'operazione



## 2. Regolamentazione svizzera

### h) Foglio informativo di base (7/7)

-  Le Spiegazioni DFF sull'OSerFi precisano che: *«Si presuppone una «consulenza fra assenti» (...) ogni qualvolta le parti non si trovano nello stesso luogo e, a causa del mezzo di comunicazione utilizzato, non è possibile con un dispendio adeguato mettere a disposizione del cliente privato il foglio informativo di base prima della sottoscrizione o della conclusione del contratto. (...)»*
-  Pertanto, una consulenza telefonica ha luogo fra assenti se il cliente privato decide di concludere un'operazione senza connettersi previamente a Internet e consultare il foglio informativo di base.
-  Per contro, una consulenza in investimenti a distanza è considerata in linea di massima una consulenza fra persone presenti anche in caso di utilizzo di un sistema basato su algoritmi («robo advice»), poiché generalmente il foglio informativo di base può essere messo a disposizione del cliente privato prima della decisione di investimento».



# 3. Principi cross-border e regole UE



## 3. Principi cross-border e regole UE

### a) Situazione di partenza

- > MiFID II è in vigore dal 3 gennaio 2018 → esperienza iniziale è stata acquisita
- > Nessun diritto di accesso al mercato europeo
- > Situazione politica in Europa → Brexit
- > (Nuovi) rischi
- > MiFID II: Impatto indiretto sui prodotti che possono essere offerti legittimamente al cliente



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### b) Storico

- > MiFID I non conteneva alcuna normativa specifica per i paesi terzi
- > Le imprese di investimento di paesi terzi erano soggette esclusivamente alla regolamentazione degli Stati membri
- > Conseguenza:
  - > Grandi differenze tra Stati membri
  - > I prestatori di servizi finanziari svizzeri si dovevano adeguare a numerosi regolamenti



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi (1/2)

- > Il «regime dei paesi terzi» («third-country regime») riguarda le condizioni alle quali le imprese d'investimento domiciliate fuori dall'UE possono fornire:
  - > Servizi/attività di investimento
  - > Da oltre confine o attraverso una succursale
  - > A investitori al dettaglio o clienti professionali
  - > Verso/nell'UE
- > Innanzitutto é necessario fare una distinzione tra:
  - > Il regime di MiFID II → regole per clienti al dettaglio e clienti professionali («opt-up»)
  - > Il regime di MiFIR → regole per clienti professionali («per-se») e controparti idonee



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi (2/2)

- > Opzioni disponibili per società di paesi terzi:
  - > Stabilimento di una succursale
  - > Sulla base di una decisione di equivalenza
  - > Su richiesta del cliente («reverse solicitation»)



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi

##### i. Stabilimento di una succursale



Art. 39 MiFID II: «*Gli Stati membri possono prescrivere che le imprese di paesi terzi che intendono prestare servizi di investimento a clienti al dettaglio o a clienti professionali sul proprio territorio stabiliscano una succursale*»

- > Requisiti per l'istituzione di una succursale:
  - > Autorizzazione e supervisione locale
  - > Accordi di cooperazione tra le autorità
  - > Requisiti di organizzazione
  - > Requisiti di capitale



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi

##### ii. Stabilimento di una succursale (1/2)



Art. 46 MiFIR: «Un'impresa di un paese terzo può fornire servizi di investimento a controparti qualificate e a clienti professionali a condizione che sia registrata nel registro delle imprese di paesi terzi e che sia stata presa una decisione di equivalenza.

- > *Le decisioni di equivalenza vengono prese dalla Commissione Europea»*
- > Finora non sono state prese tali decisioni
  - > Situazione per la Svizzera con LSerFi/LIsFi?
  - > Situazione politica
- > In assenza di una decisione di equivalenza: Gli Stati membri possono decidere autonomamente



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi

##### ii. Stabilimento di una succursale (2/2)

- > Le regolamentazioni divergono siccome basate su legge nazionale
- > I seguenti Stati membri hanno tali "licenze cross-border":
  - > Belgio, Danimarca, Germania, Estonia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna e Regno Unito



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### c) Regime MiFID applicabile a imprese di paesi terzi

##### iii. Reverse solicitation

- > Eccezione al requisito di stabilire una succursale



Art. 42 MiFIDII: Quando un cliente avvia di propria iniziativa la prestazione di un servizio di investimento da parte di un'impresa di un paese terzo, il requisito [di una succursale] non si applica

- > Considerando 111 MiFIDII:
  - > [MiFIDII] «*dovrebbe lasciare impregiudicata la possibilità che persone stabilite nell'Unione ricevano, su loro esclusiva iniziativa, servizi di investimento da parte di imprese di paesi terzi*»
  - > «*Tali servizi non dovrebbero essere considerati prestati nel territorio dell'Unione*»
- > Conseguenza: Una richiesta del cliente significa che la fattispecie non è soggetta alle regole della MiFIDII



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### Dimensione geografica:



Art. 42 MiFIDII garantisce che servizi prestati in maniera transfrontaliera siano coperti dalla direttiva

- > Non è chiaro se ciò includa anche servizi prestati durante le visite presso il cliente nell'UE
- > Interpretazioni differenti negli Stati membri
- > Conseguenza: mancanza di armonizzazione e incertezza
- > Limitazione del concetto di «reverse solicitation» in MiFIDII:
  - > Ci deve essere un'iniziativa esclusiva da parte del cliente
  - > L'iniziativa non dà diritto all'impresa di un paese terzo di commercializzare nuove categorie di prodotti o servizi di investimento



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Interpretazione restrittiva dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) riguardo a:
  - > nuove categorie di servizi di investimento
  - > nuove categorie di prodotti di investimento
- > Categorie di servizi di investimento (MiFIDII – Allegato I – Sezione A):
  - > Esecuzione di ordini per conto dei clienti
  - > Gestione di portafogli
  - > Consulenz
- > L'ESMA è dell'opinione che nuovi servizi sono offerti, “[...] where this service is added to the existing services after 3 January 2018”



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Categorie di prodotti di investimento (MiFIDII – Allegato I – Sezione C):
  - > Valori mobiliari
  - > Strumenti del mercato monetario («Money market instruments»)
  - > Quote di un organismo di investimento collettivo
  - > «Derivati»
- > L'ESMA è dell'opinione che un prodotto, “[...] which is subject of an investment service after 3 January 2018”, é un “nuovo prodotto” offerto
- > In questo contesto non possono venire offerte “nuove categorie di prodotti”



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Domanda cruciale: → Cosa é una nuova categoria?
- > ESMA: È necessario valutare il singolo caso!
- > Elementi da considerare:
  - > il tipo di strumento finanziario
  - > la distinzione tra prodotti complessi e non complessi
  - > i rischi associati al prodotto
- > Le categorie di strumenti finanziari dovrebbero essere stabilite in modo tale che la richiesta del cliente non possa essere utilizzata come aggiramento della restrizione



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Esempi di strumenti finanziari che secondo l'ESMA appartengono a categorie differenti:
  - > a common share and an ETF
  - > a UCITS and an AIF
  - > a non-complex debt instrument and a debt instrument embedding a derivative
  - > a subordinated debt instrument and a senior debt instrument
  - > two AIFs applying two different types of investment strategies
  - > two structured products with different features such as a different risk indicator
  - > two financial instruments with different underlying asset classes (e.g. government bonds vs high yield corporate bonds)



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Situazione «politica» - sforzi per inasprire le regole
  - > L'ESMA ha espresso preoccupazione sulla situazione attuale: «The new regime established under MiFIR and MiFID II introduced the possibility for third-country firms to provide investment services to clients without being subject to the relevant framework if the service is initiated at the client's own exclusive initiative (so called "reverse solicitation"). "As a consequence, no investor protection rule would apply to the provision of such services" (Lettera dell'ESMA alla Commissione del 26.09.2018)
  - > L'ESMA raccomanda di rivedere il quadro normativo della MiFID II!



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### d) Implicazioni

- > Definizione chiara del profilo di rischio del cliente
- > Definizione della strategia adeguata
- > Definizione delle categorie di prodotti consoni alla strategia



Implementazione dei test di adeguatezza e appropriatezza



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### e) Temi specifici di MiFID

##### i. Suitability & Appropriateness

	LSerFi	MiFID II
Gestione	<b>Verifica dell'adeguatezza</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Conoscenze ed esperienza</li><li>• Situazione finanziaria</li><li>• Obiettivi di investimento</li></ul>	<b>Suitability</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Conoscenze ed esperienza</li><li>• Situazione finanziaria</li><li>• Tolleranza al rischio</li></ul>
Consulenza	<u>Sull'insieme del portafoglio:</u> <b>Verifica dell'adeguatezza</b>  <u>Riguardo a transazioni puntuali:</u> <b>Verifica dell'appropriatezza</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Conoscenze ed esperienza</li></ul>	<b>Suitability</b>
Execution only	--- [Informazione dell'assenza di verifica]	<u>Per prodotti complessi:</u> <b>Appropriateness</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Conoscenze ed esperienze</li></ul>



### 3. Principi cross-border e regole UE

##### ii. «Product governance» e «target market»

- > MiFIDII obbliga gli emittenti/produttori e i distributori di prodotti finanziari a precise regole di governance e alla definizione di un «target market» (o «mercato di riferimento») per ogni prodotto finanziario
- > Cinque categorie principali:
  - > Il tipo di clienti a cui è destinato il prodotto
  - > Conoscenza ed esperienza
  - > Situazione finanziaria incentrata sulla capacità di sopportare perdite:
  - > Tolleranza al rischio
  - > Obiettivi e bisogni dei clienti
- > Conseguenze/impatto sulla Svizzera/LSerFi



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### iii. «Product governance» e «target market»

- > Importanza della classificazione di MiFIDII? → RP, UCITS, AIFMD, PRIIPs, etc.
- > Tre categorie:
  - > Clienti al dettaglio
  - > Clienti professionali
  - > Controparti qualificate
- > Cliente professionale su richiesta → Soddisfazione di almeno due dei seguenti criteri:
  - > Valore del portafoglio di strumenti finanziari superiore a 500k EUR
  - > Effettuazione di operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Esperienza basata su lavoro nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti
- > Conseguenze?



### 3. Principi cross-border e regole UE

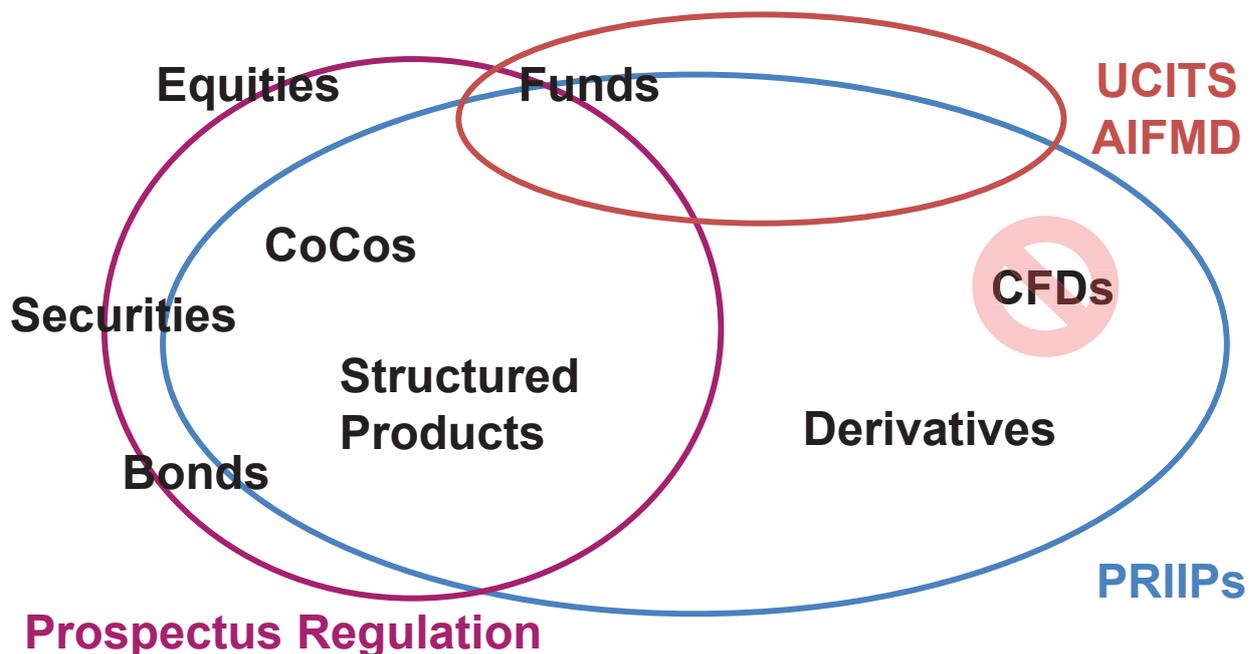
#### iv. Retrocessioni

- > Regolamentazione MiFIDII più severa
  - > Gestione patrimoniale: Retrocessioni vietate
  - > Consulenza indipendente: Retrocessioni vietate
  - > Consulenza non-indipendente: Retrocessioni permesse soltanto a certe condizioni (miglioramento del servizio)
- > Conseguenze/impatto sulla Svizzera/LSerFi?



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### f) Regolamentazione prodotti nell'UE



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### i. Regolamento Prospetti

- > Novità: regolamento = direttamente applicabile
- > Prodotti finanziari interessati: «Titoli» (valori mobiliari)
  - > (Azioni)
  - > (Obbligazioni)
  - > Prodotti strutturati e certificati
  - > (Fondi chiusi)
- > «Offerta pubblica di titoli»: comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei titoli offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali titoli. Questa definizione si applica anche al collocamento di titoli tramite intermediari finanziari.



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Principio: Un «offerta pubblica» necessita della registrazione del prospetto del rispettivo titolo
- > Mercato primario e secondario
- > Eccezione: «private placement»
  - > Offerta a clienti professionali
  - > Offerta rivolta a meno di 150 persone per Stato membro
  - > Importo minimo/valore nominale di EUR 100k
- > Influsso/conseguenza del rapporto contrattuale
  - > Execution only
  - > Gestione
  - > Consulenza



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Caso specifico: Actively Managed Certificates – AMC's
  - > Qualificazione
    - ✎ in Svizzera e
    - ✎ nell'UE
  - > Problematiche
  - > Vendibilità in:
    - ✎ Execution only
    - ✎ Gestione
    - ✎ Consulenza



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### ii. Direttiva UCITS/OICVM

- > Direttiva = implementazione nazionale necessaria
- > Prodotti finanziari interessati:
  - > «Organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari» = Fondi UCITS
- > Normativa «positiva»
- > Possibilità di passaporto (del fondo e/o della ManCo)
- > Documentazione: UCITS KIID (informazioni chiave per gli investitori); in futuro PRIIPs KID
- > «Soggetto dell'armonizzazione»?
- > Principio: Registrazione o passaporto del fondo



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Eccezione: «private placements nazionali»
- > Influsso/conseguenza del rapporto contrattuale
  - > Execution only
  - > Gestione
  - > Consulenza



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### iii. Direttiva AIFMD/GEFIA

- > Direttiva = implementazione nazionale necessaria
- > Prodotti finanziari interessati:
  - > «Fondi d'investimento alternativi» = Qualsiasi fondo non-UCITS/OICVM (aperti/chiusi; fondi svizzeri; hedge funds; private equity; etc.)
- > Normativa «negativa»
- > Possibilità di passaporto (del fondo e/o della ManCo) limitata
- > Documentazione: PRIIPs KID (documento informazioni chiave)
- > «Soggetto dell'armonizzazione»?



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Principio: Registrazione o passaporto del fondo (ma solo per clienti professionali)
- > Eccezione: N/A
- > Influsso/conseguenza del rapporto contrattuale
  - > Execution only
  - > Gestione
  - > Consulenza
- > Problematica: Vendibilità di fondi alternativi (p.es. private equity)?



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### iv. PRIIPs

- > Definizione:
  - > «packaged retail and insurance-based investment products»
  - > «prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati»
- > Regolamento = direttamente applicabile
- > Prodotti finanziari interessati: prodotti preassemblati o «pacchettizzati»
  - > Obbligazioni «complesse» (Convertibili; CoCo)
  - > Prodotti strutturati
  - > Derivati
  - > FIA
  - > (In futuro: UCITS/OICVM)



### 3. Principi cross-border e regole UE

- > Principio: PRIIPs KID (documento contenente le informazioni chiave) necessario in caso di vendita

- > Eccezione: clienti professionali



**ATTENZIONE:** anche in caso di «private placements» (e teoricamente «reverse solicitation»)

- > Influsso/conseguenza del rapporto contrattuale

- > Execution only

- > Gestione

- > Consulenza



### 3. Principi cross-border e regole UE

v. Misure di intervento su prodotti specifici

- > Misure nazionali basate su interventi dell'ESMA a causa di «preoccupazioni significative in merito alla protezione degli investitori». Prodotti finanziari interessati:

- > Opzioni binarie: vietare la commercializzazione, la distribuzione e la vendita di opzioni binarie a clienti retail

- > Contratti per differenza (CFD): restrizioni alla commercializzazione, distribuzione e vendita di CFD a clienti retail

- > Altre misure nazionali (independenti): p.es. CoCo-Bonds



### 3. Principi cross-border e regole UE

#### g) Regole extra-UE – «Resto del mondo»

- > Spesso solo regolamentazione locale; costellazioni cross-border necessitano di interpretazione
- > Grado di regolazione inferiore
- > Rischio civile generalmente inferiore
- > Particolarità: necessità un «approccio basato sul rischio»
- > Regolamentazione del prodotto subordinata alla questione della licenza/contratto
- > Altre tematiche: controllo dei cambi, fiscalità, pratiche delle autorità, etc.
- > Mitigazione del rischio via:
  - > Aderenza a regole di “private placement” (anche se in pratica non applicabili)
  - > “Tolerated market practices”
  - > Contratto di consulenza (“reverse solicitation”)

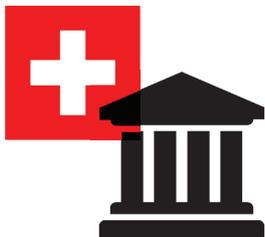


© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

99

### 3. Principi cross-border e regole UE

**LSerFi**  
(LICOI)



**Retrocessioni**

**Consulenza**



**MIFID II**  
(UCITS/AIFMD,  
PRIIPs, etc.)



*Classificazione  
del cliente*



**Prodotto:**

- Regolamentazione applicabile
- Registrazione
- Documentazione



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

100



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

101

**Grazie dell'attenzione!**



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

102

# **STRUMENTI E PRODOTTI FINANZIARI NON QUOTATI: IL MODELLO DISTRIBUTIVO DALLA SVIZZERA VERSO L'ITALIA NEI CONFRONTI DI CLIENTELA NON RETAIL**

Avv. Marzia Martinoli



© CSVN: La presente documentazione ha esclusivo scopo didattico e non può essere utilizzata per fini differenti rispetto a quelli per cui è stata preparata. È vietata la riproduzione delle informazioni in essa contenute e la distribuzione, in qualsiasi forma e con qualsiasi strumento, senza un'espressa autorizzazione del CSVN.

1.

**IL MODELLO DISTRIBUTIVO SOTTO IL PROFILO SOGGETTIVO:**

**I DESTINATARI**



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione senza l'autorizzazione del CSVN

2

- ❑ CLIENTELA RETAIL
- ❑ CLIENTELA NON RETAIL:
  - CONTROPARTI QUALIFICATE
  - CLIENTI PROFESSIONALI DI DIRITTO



### Chi sono le «controparti qualificate»

Ai sensi dell'art. 30 della Direttiva (UE) n. 65/2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, meglio nota come «DIRETTIVA MIFID II», sono **controparti qualificate**:

- Le imprese d'investimento
- Gli enti creditizi
- Le imprese di assicurazioni
- Gli OICVM e il loro società di gestione
- I fondi pensione e le loro società di gestione
- Altre istituzioni finanziari e autorizzata a regolamentate secondo il diritto dell'Unione: il diritto nazionale di uno Stato Membro
- I governi nazionali e i loro corrispondenti uffici compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico a livello nazionale
- Le banche centrali
- Le organizzazioni sovranazionali



### Chi sono i «clienti professionali di diritto»

- Anche in questo caso è la DIRETTIVA MIFID II a dare la definizione di clienti professionali di diritto individuandoli nei soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari e precisamente:
  - enti creditizi;
  - imprese di investimento;
  - altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
  - imprese di assicurazione;
  - organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
  - fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
  - negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
  - singoli membri di una borsa;
  - altri investitori istituzionali.

**N.B.** Si intendono inclusi nell'elenco di cui sopra tutti i soggetti autorizzati che svolgono le attività caratteristiche dei soggetti menzionati, che si tratti di soggetti autorizzati da uno Stato membro a norma di una direttiva europea, di soggetti autorizzati o regolamentati da uno Stato membro senza riferimento ad una direttiva europea o di soggetti autorizzati o regolamentati da un paese terzo.



- Le imprese di grandi dimensioni che ottemperano, a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti criteri dimensionali:
  - Totale di bilancio: EUR 20 000 000;
  - Fatturato netto: EUR 40 000 000;
  - Fondi propri: EUR 2 000 000.
- I governi nazionali e regionali, compresi gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico a livello nazionale o regionale, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali come la Banca mondiale, l'FMI, la BCE, la BEI e altre organizzazioni internazionali analoghe;
- Altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.



## IL MODELLO DISTRIBUTIVO IN ITALIA: I DESTINATARI

Si noti:

Nel caso in cui lo stesso soggetto rientri nella definizione sia di **controparte qualificata** che di **cliente professionale di diritto**, la distinzione si opera con riguardo al servizio di investimento che viene prestato nei confronti del cliente medesimo, ossia:

- Controparti qualificate, con riferimento ai servizi di **esecuzione ordini, negoziazione in conto proprio e ricezione e trasmissione di ordini**;
- Clienti professionali di diritto: con riferimento ai servizi di **gestione di portafogli e consulenza in materia d'investimenti**.

**N.B** La classificazione come controparte qualificata non pregiudica la facoltà del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola operazione, di essere trattata come un cliente professionale ovvero, in via espressa, come un cliente al dettaglio.



## 2.

### IL MODELLO DISTRIBUTIVO SOTTO IL PROFILO OGGETTIVO:

#### GLI STRUMENTI E I PRODOTTI FINANZIARI



Il modello distributivo sul quale ci soffermiamo ha ad oggetto i seguenti **strumenti e prodotti finanziari**:

- Gli OICR UE: tra i quali rientrano i FIA UE e gli OICVM;
- Gli OICR non-UE: tra i quali rientrano i FIA non-UE;
- I prodotti strutturati;
- I depositi strutturati



## GLI OICR UE.

Nell'ordinamento **comunitario**, le definizioni di OICR EU sono contenute:

- Nella Direttiva (UE) n. 61/2011 sui gestori di fondi di investimento («**Direttiva AIFMD**»);
- Nella Direttiva n. 65/2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari («**Direttiva UCITS IV**»);

Nell'ordinamento **italiano**, le definizioni di OICR UE sono contenute nel d.lgs. 58/1998 («**TUF**»)



## GLI OICR UE: LA DEFINIZIONE NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO

Ai sensi della **Direttiva UCITS IV** (art. 1, paragrafi 1 e 2)

sono organismi di investimento collettivo in valori mobiliari c.d. «OICVM» gli organismi:

- che sono stabiliti nel **territorio di uno Stato membro**;
- **Il cui oggetto esclusivo** è l'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari o in altre attività finanziarie liquide di cui all'articolo 50, paragrafo 1, e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi; e
- **le cui quote sono**, su richiesta dei detentori, **riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a valere sul patrimonio dei suddetti organismi**. E' assimilato a tali riacquisti o rimborsi il fatto che un OICVM agisca per impedire che il valore delle sue quote sul mercato si allontani sensibilmente dal valore patrimoniale netto.

**N.B non esistono OICVM «NON UE»**



## GLI OICR UE: LA DEFINIZIONE NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO

Ai sensi della **Direttiva AIFMD** (art. 4, paragrafo1, lett. a)

sono definiti fondi di investimento alternativi («FIA») gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che:

- Raccogliono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli **in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori** e
- Non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della Direttiva UCITS\*

Sono definiti «FIA UE» (Direttiva AIFMD (art. 4, paragrafo1, lett. K)

- FIA autorizzati o registrati in uno Stato membro secondo la normativa nazionale applicabile; Oppure
- FIA che non siano autorizzati o registrato in uno Stato membro, ma abbiano la sede legale e/o la sede amministrativa principale in uno Stato membro.

\* «Per esercitare la propria attività, un OICVM deve essere autorizzato conformemente alla direttiva in esame. Tale autorizzazione è valida in tutti gli Stati membri»



## GLI OICR UE: LA DEFINIZIONE NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

Nell'ordinamento italiano (art. 1, comma 1, lett. K del TUF) vi è solo la definizione di un organismo di investimento collettivo del risparmio («OICR») idonea a comprendere sia i FIA, sia gli OICVM:

- l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata.
- Il TUF prevede anche una definizione di:
- «**OICVM UE**»: gli OICR rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva UCITS IV, costituiti in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia (art. 1, comma 1, lett. m-bis);
- «**OICR alternativi UE (FIA UE)**»: gli OICR rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD, costituiti in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia (art. 1, comma 1, lett. m-quinquies).



:

## GLI OICR «NON-UE»:

### LA DEFINIZIONE NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO

La definizione di **OICR non-UE** è contenuta nella Direttiva AIFMD. In particolare, ai sensi della Direttiva AIFMD (art. 4, paragrafo 1, lett. aa) il «FIA non-UE» è definito come:

- un FIA che non sia un FIA UE, ovvero un FIA che non abbia la sede legale e/o la sede amministrativa principale collocata in uno stato membro



:

## LA DEFINIZIONE DI OICR NELL'ORDINAMENTO SVIZZERO

La definizione di «investimenti collettivi di capitale» data dalla Legge federale del 23 giugno 2006 sugli investimenti collettivi («LICol») coincide sostanzialmente con quella di OICR prevista dal legislatore UE con la Direttiva AIFMD.

Ai sensi dell'art. 7 della LICol («LICol») (art. 7), gli investimenti collettivi di capitale:

- sono patrimoni accumulati da più investitori in vista del loro investimento comune e gestiti per loro conto. Le esigenze di investimento degli investitori sono soddisfatte in modo proporzionato;
- possono essere aperti o chiusi;
- devono avere sede e amministrazione principale in Svizzera.

**N.B.** Anche la LICol (artt. 8 e 9) disciplina la possibilità di costituire SICAV e SICAF, così come la Direttiva AIFMD.



:

## I PRODOTTI STRUTTURATI.

### LA DEFINIZIONE DELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO

Il Regolamento (UE) n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari («MiFIR») definisce i **prodotti finanziari strutturati** (art. 2, paragrafo 1, punto 28) come:

- i titoli concepiti per cartolarizzare e trasferire il rischio di credito associato a un pool di attività finanziarie, che garantiscono al titolare pagamenti regolari che dipendono dal flusso di cassa delle attività sottostanti.

Tali strumenti sono negoziati nelle «sedi di negoziazione» tra cui rientrano, ai sensi di MiFID II (art. 4, paragrafo 1, punto 24), i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione.

**L'ordinamento europeo non prevede una differente definizione tra prodotti finanziari strutturati UE e non-UE.** Anche perché non vi è una diversa disciplina a seconda che il prodotto finanziario strutturato sia UE o non UE (così come è per gli OICR NON-UE), né una disciplina specifica che il prodotto strutturato deve rispettare affinché sia considerato come regolato dall'Unione Europea (così come per gli OICVM).



## I PRODOTTI STRUTTURATI: I DEPOSITI STRUTTURATI

Nel Regolamento Delegato (UE) n. 565/17, attuativo della MiFID II, vi è inoltre una definizione di **deposito strutturato**, quale conto offerto da banche o altre società di risparmio, rimborsabile alla scadenza, dove il rendimento generato dal prodotto dipende dall'andamento di un sottostante quale:

- un indice o una combinazione di indici, eccetto i depositi a tasso variabile il cui rendimento è direttamente legato a un tasso di interesse quale l'Euribor o il Libor;
- uno strumento finanziario o una combinazione degli strumenti finanziari;
- una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali; o
- un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio.

**N.B. L'investitore che acquista un deposito strutturato è esposto al rischio emittente, ossia al rischio di credito della banca o dell'intermediario che lo ha emesso, oltre al rischio di oscillazione negativa del sottostante.**



### 3.

## IL MODELLO DISTRIBUTIVO A SECONDA DEL RUOLO SVOLTO DAGLI INTERMEDIARI ITALIANI



**IL MODELLO DISTRIBUTIVO A SECONDA DEL RUOLO SVOLTO DAGLI INTERMEDIARI ITALIANI**

IL MODELLO DISTRIBUTIVO **INDIRETTO**: Caratterizzato dalle presenze dell'intermediario italiano che interviene tra l'emittente e il cliente

IL MODELLO DISTRIBUTIVO **DIRETTO**: nel quale tra l'emittente e il cliente non interviene l'intermediario italiano



**3 A.**

**IL MODELLO DISTRIBUTIVO «INDIRETTO»**



### IL RUOLO DELL'INTERMEDIARIO ITALIANO

Il **modello distributivo indiretto** si caratterizza per il fatto che vi è un **intermediario** che si interfaccia con la clientela

A seconda che l'emittente distribuisca gli OICR (UE/NON UE) e/o prodotti strutturati in presenza o meno di un'offerta, il servizio d'investimento prestato dall'intermediario italiano sarà:

- Il servizio di collocamento (in presenza di offerta)
- Il servizio di gestione di portafogli o il servizio di ricezione e trasmissione ordini o, infine, il servizio di esecuzione di ordini

**N.B.** In taluni casi, ricorrendone le condizioni l'emittente può avvalersi anche di un intermediario distributore UE/ NON UE purché abilitato ad operare in Italia



### IL MODELLO DISTRIBUTIVO INDIRETTO A SEGUITO DI OFFERTA

La distribuzione indiretta di OICR UE/non-UE e prodotti strutturati non-UE potrà avvenire attraverso o meno un'offerta degli stessi. Nel caso di distribuzione indiretta di OICR UE/non-UE e prodotti strutturati non-UE a **seguito di offerta**:

- L'intermediario italiano dovrà essere autorizzato al servizio di investimento, ed in particolare al **servizio di collocamento** di cui art. 1, comma 5, lett. c) e/o c-bis) del TUF;
- **L'intermediario italiano** dovrà rispettare le norme in materia di **product governance** in qualità di «intermediario distributore», e, pertanto, deve identificare il mercato di riferimento "effettivo".
- **Il distributore UE** (ove presente) dovrà essere autorizzato a svolgere il servizio di collocamento di cui art. 1, comma 5, lett. c) e/o c-bis) del TUF. Il distributore UE potrà svolgere detto servizio in regime di libera prestazione di servizi senza stabile organizzazione ai sensi dell'art. 34 della MiFID II (art. 27, comma 2 del TUF) ovvero mediante stabile organizzazione in Italia ai sensi dell'art. 35 della MiFID II (art. 27, comma 1 del TUF);
- **Il distributore non-UE** (ove presente), dovrà essere autorizzato a svolgere il servizio di collocamento di cui art. 1, comma 5, lett. c) e/o c-bis) del TUF. Ai sensi del combinato disposto degli artt. 1, 39 e 42 della MiFID II (cfr. artt. 18, 28 e 29-ter del TUF), il distributore non-UE può svolgere il servizio di collocamento in Italia esclusivamente attraverso una succursale



### 3° A (I).

## **IL MODELLO DISTRIBUTIVO «INDIRETTO»: IL SERVIZIO DI COLLOCAMENTO A CURA DEGLI INTERMEDIARI ITALIANI**



### **IL MODELLO DISTRIBUTIVO INDIRETTO: IL SERVIZIO DI COLLOCAMENTO A CURA DEGLI INTERMEDIARI ITALIANI**

## **IL SERVIZIO DI COLLOCAMENTO: DEFINIZIONE**

Il servizio di collocamento svolto dall'intermediario italiano è definito e regolato dalla **legge italiana**:

- L'art. 1, comma 5, TUF distingue due diversi servizi di "collocamento". Il primo è identificato (lett. c) nella "assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente". Il secondo (lett. c-bis) è invece il "collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente".
- In entrambi i casi, il servizio consiste nell'offerta ad una cerchia di possibili investitori, di un determinato quantitativo di strumenti finanziari, sulla base di un accordo preventivo che intercorre tra l'intermediario collocatore, e il soggetto che emette (o vende) gli strumenti stessi.
- In base all'accordo tra l'intermediario e l'emittente, l'attività svolta ricade nel servizio di collocamento di cui alla lett. c o c-bis. Nel caso di collocamento senza garanzia, il rischio del mancato collocamento è sopportato integralmente dall'emittente, o dal soggetto che pone in vendita gli strumenti finanziari. Nell'ipotesi in cui il collocatore si accolla, invece, tutto o parte del rischio relativo al mancato collocamento degli strumenti finanziari si hanno due ipotesi: (i) il collocatore assume l'impegno di acquisire, al termine dell'offerta, gli strumenti finanziari non collocati; o (ii) il collocatore acquisisce immediatamente, in tutto o in parte, gli strumenti oggetto del collocamento, assumendo conseguentemente l'impegno di offrirli a terzi.

**N.B.: presupposto per la prestazione del Servizio di collocamento** da parte dell'intermediario è che gli strumenti e prodotti finanziari formino oggetto di **un'offerta d'acquisto o di sottoscrizione diretta agli investitori**



## LA PRODUCT GOVERNANCE

Una delle novità introdotte dalla Direttiva MiFID II è stata la disciplina in materia di **product governance**, la cui *ratio* è di **assicurare il perseguimento del miglior interesse dei clienti durante le diverse fasi della vita dei prodotti finanziari**.

Sul punto, l'art. 21, comma 2-bis del TUF dispone, con riferimento all'offerta di prodotti/strumenti finanziari, che, nella realizzazione degli strumenti finanziari destinati alla vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento sono tenuti a concepire tali strumenti al fine di soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali (c.d. mercato target) e devono attivarsi affinché la strategia di distribuzione sia compatibile con i clienti target.

Tale disciplina si rivolge, ai sensi del Regolamento intermediari, adottato con delibera Consob n. 20307/2018 («**Regolamento Intermediari**»), sia agli «intermediari produttori», ovverosia gli intermediari che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari o che forniscono consulenza agli emittenti societari nell'espletamento di tali attività (art. 62, comma 1, lett. a)), sia agli «intermediari distributori», ovverosia **gli intermediari che offrono o raccomandano strumenti finanziari ai clienti.**



## LA PRODUCT GOVERNANCE NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO

Poiché come anticipato, ai sensi della **normativa comunitaria** la MiFID II si applica alle «imprese di investimento» che offrono servizi o esercitano attività di investimento tramite lo stabilimento di una succursale nell'UE (dell'art. 1) è rilevante individuare

### Quando il servizio di investimento è prestato in Italia

Sul punto rileva sottolineare che, secondo la Consob, elemento qualificante per determinare dove viene svolto il servizio di investimento è il luogo in cui l'intermediario ricerca i propri investitori. Pertanto, il servizio di investimento deve ritenersi prestato in Italia tutte le volte in cui il contatto iniziale con l'investitore sia derivato dall'effettuazione sul territorio italiano, con ogni mezzo di attività di promozione di propri servizi, di attività di ricerca della clientela, di prospezzazione e di conclusione del contratto.

- Ai sensi dell'art. 4 MiFID II è una «**impresa di investimento**» *«qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale»*.
- L'emittente sia UE che non-UE se non svolge servizi di investimento - alla luce del combinato disposto degli artt. 1 e 4 della MiFID II, l'emittente UE/non-UE - non rientra nell'ambito di applicazione della medesima direttiva, né è quindi tenuto a rispettarne la relativa disciplina.



## LA PRODUCT GOVERNANCE (SEGUE)

Alla luce della normativa in materia di *product governance* l'intermediario italiano (quale «intermediario distributore») al fine della identificazione del mercato di riferimento "effettivo", al quale destinare gli strumenti finanziari oggetto della distribuzione deve:

- adottare procedure idonee per assicurare che gli strumenti finanziari e i servizi offerti o raccomandati, nonché le strategie di distribuzione siano compatibili con le caratteristiche degli investitori appartenenti al target effettivo di clientela (art. 72 del Regolamento Intermediari);
- effettuare la valutazione di compatibilità del mercato di riferimento anche tenendo conto delle modalità di offerta, avendo riguardo alla tipologia dei servizi di investimento utilizzati nella vendita che può essere maggiormente appropriata ai fini della tutela degli interessi della clientela. In particolare, l'art. 72, comma 2, del Regolamento Intermediari stabilisce che gli interessi degli investitori non devono essere compromessi da pressioni commerciali o da esigenze di finanziamento degli intermediari distributori. Sul punto, l'ESMA ha auspicato che l'individuazione del mercato di riferimento effettivo sia effettuata *ex ante*, in sede di definizione delle politiche commerciali, prima dell'avvio dell'attività di vendita.



## LA PRODUCT GOVERNANCE COVID-19.

Il nuovo quadro economico e sociale che si è creato a seguito dell'emergenza Covid-19 ha cambiato radicalmente lo scenario di riferimento nel quale operano produttori e distributori di prodotti finanziari.

Pertanto con riferimento alla *product governance* l'ESMA ha raccomandato di rivedere e aggiornare le analisi e gli scenari di mercato alla base dell'identificazione del «mercato di riferimento». Infatti, anche se gli scenari di mercato immaginati in fase di elaborazione delle politiche di *product governance* già contemplavano e consideravano appositi *stress test*, è difficile che questi ultimi tenessero conto di uno scenario come quello che si è verificato seguito del Covid-19. Si rileva quindi che:

- l'approccio alla profilatura della clientela deve essere modificato e adattato a un contesto nel quale il cliente, vista la situazione economica e sociale, potrebbe non essere in grado di valutare correttamente la propria posizione;
- se il mercato di riferimento in materia di product governance non viene adeguatamente modificato gli intermediari si espongono al rischio di misselling e di contestazioni da parte sia dei clienti che delle Autorità.



### 3° A (II).

## IL MODELLO DISTRIBUTIVO «INDIRETTO»: LA DISTRIBUZIONE DA PARTE DI INTERMEDIARI «UE» E DI INTERMEDIARI «NON UE»



## IL MODELLO DISTRIBUTIVO INDIRETTO: LA DISTRIBUZIONE DA PARTE DI INTERMEDIARI UE/NON UE

### IL DISTRIBUTORE UE/NON-UE

Nel modello distributivo indiretto con acquisto/sottoscrizione a seguito di offerta il **distributore UE** svolge un servizio di investimento, e più precisamente il **servizio di collocamento**, sulla base di un accordo con l'emittente UE/non-UE.

Il distributore UE, qualora sia autorizzato nel proprio Stato di origine alla prestazione del servizio di collocamento può agire in Italia, in regime di libera prestazione di servizi comunicandolo previamente alla propria autorità di vigilanza:

- ai sensi dell'art. 34 della MiFID II, trasposto nell'ordinamento nazionale nell'art. 27, comma 2, del TUF, **senza stabile organizzazione;**
- ai sensi dell'art. 35 della MiFID II, trasposto nell'ordinamento nazionale nell'art. 27, comma 1, del TUF, **con stabile organizzazione.**

Con riferimento alla disciplina di tale servizio di collocamento il distributore UE, essendo assoggettato alla disciplina MiFID II, così come l'intermediario italiano, dovrà svolgere la propria attività seguendo le medesime regole dell'intermediario italiano, tra cui, a mero titolo esemplificativo, quelle relative alla **product governance** (cfr. slides 22-23).

Il **distributore non-UE**, dovrà necessariamente essere autorizzato ad operare mediante succursale sul territorio italiano e, conseguentemente, sarà parificato all'intermediario collocatore italiano ed assoggettato alla disciplina MiFID II.



## 3.B

### IL MODELLO DISTRIBUTIVO «INDIRETTO» L'ACQUISTO/SOTTOSCRIZIONE IN ASSENZA DI OFFERTA – I SERVIZI DI:

- GESTIONE DI PORTAFOGLI
- ESECUZIONE DI ORDINI PER CONTO DEI CLIENTI
- RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI DA PARTE DEGLI INTERMEDIARI



## IL MODELLO DISTRIBUTIVO INDIRETTO: L'ACQUISTO/SOTTOSCRIZIONE IN ASSENZA DI OFFERTA

### IL SERVIZIO DI GESTIONE DI PORTAFOGLI

Il servizio di gestione di portafogli svolto dall'intermediario è definito e regolato dalle legge italiana:

- Ai sensi dell'art. 1, comma *5-quinquies* TUF per gestione di portafogli si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti.
- Caratteristiche del servizio:
  - presuppone e si basa su di un rapporto personale tra un investitore e un intermediario, nel quale il primo affida al gestore uno specifico patrimonio che resta distinto sia dal patrimonio dell'intermediario, sia da quello di altri eventuali investitori;
  - non è essenziale che il patrimonio venga materialmente consegnato all'intermediario gestore; il patrimonio, infatti, può essere depositato presso un soggetto terzo, purché il gestore abbia il potere di movimentarlo per il compimento delle operazioni che rientrano nell'attività gestoria;
  - ampia "discrezionalità" del gestore. La gestione di portafogli, infatti, è un'attività caratterizzata da margini, talvolta assai ampi, di discrezionalità in capo all'intermediario. Tale caratteristica è ciò che distingue maggiormente il servizio di gestione dagli altri servizi di investimento, nei quali, invece, l'intermediario agisce sempre a seguito o in virtù di specifici ordini rilasciati dal cliente, e facendo ricorso ad una discrezionalità meramente tecnica;
  - può comprendere anche beni e attività diversi dagli strumenti finanziari e dal denaro. Tuttavia, secondo la dottrina, il "portafoglio di investimento" non può essere composto in maniera prevalente, o addirittura esclusiva, da attività o beni che non siano strumenti finanziari.



## IL SERVIZIO DI ESECUZIONE DI ORDINI PER CONTO DEI CLIENTI

Il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti svolto dall'intermediario è definito e regolato dalle **legge italiana**:

- Ai sensi dell'art. 1, comma *5-septies1* TUF per esecuzione di ordini per conto dei clienti si intende la conclusione di accordi di acquisto o vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione.
- Caratteristiche principali del servizio:
  - L'intermediario non impegna posizioni proprie, e dunque gli effetti dell'operazione non ricadono sul suo patrimonio;
  - La ricerca della controparte avviene in relazione ad una specifica operazione di compravendita di un determinato quantitativo di strumenti finanziari;
  - Singole transazioni si perfezionano a condizioni di prezzo e di quantità non necessariamente coincidenti;
  - L'attività di negoziazione non deve necessariamente svolgersi sui mercati regolamentati o su piattaforme di *trading* riconosciute.



## IL SERVIZIO DI RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI

Il servizio di ricezione e trasmissione di ordini svolto dall'intermediario è definito e regolato dalle **legge italiana**:

- Ai sensi dell'art. 1, comma *5-sex/ies* TUF il servizio di ricezione e trasmissione di ordini comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra di loro (mediazione).
- Caratteristiche principali del servizio:
  - l'intermediario non esegue direttamente l'ordine, ma lo ritrasmette ad un soggetto negoziatore, per la successiva esecuzione sul mercato;
  - è il legislatore stesso ad assimilare tale servizio alla mediazione, è pertanto applicabile la disciplina di diritto comune di cui agli artt. 1754 ss. c.c. oltre alla normativa speciale prevista dal TUF e dai Regolamenti di attuazione



## IL MODELLO DISTRIBUTIVO «INDIRETTO»: IL RUOLO DEGLI EMITTENTI GLI STRUMENTI FINANZIARI



### IL MODELLO DISTRIBUTIVO INDIRETTO: IL RUOLO DEGLI EMITTENTI

## L'EMITTENTE UE/NON-UE: LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

Nel modello distributivo indiretto l'attività dell'**emittente UE/non-UE** potrebbe configurare una **gestione collettiva del risparmio**, mediante gestione dei fondi ricavati dall'acquisto/sottoscrizione di prodotti finanziari da parte degli investitori:

- la «gestione collettiva del risparmio» è definita dal TUF (art. 1, comma 1, lett. n)) come «il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi»;
- gli «OICR» sono definiti dal TUF (art. 1, comma 1, lett. k) come l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata. E vi rientrano sia i FIA che gli OICVM (cfr. *sfide* 13);
- devono essere rispettate le previsioni di cui al regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 («Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio»).



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO (SEGUE)

L'emittente UE/non-UE per svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio deve essere autorizzato, in quanto tale la gestione collettiva è una attività riservata:

- l'art. 41-bis, comma 1, del TUF stabilisce che l'emittente UE di OICVM possono svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio con succursale nel territorio se già autorizzati allo svolgimento di tale attività dalla Direttiva UCITS dopo che l'Autorità competente dello Stato di origine abbia comunicato alla Banca d'Italia e alla Consob l'insediamento della prima succursale, la quale inizia l'attività decorsi due mesi da tale comunicazione;
- l'art. 41-bis, comma 2, del TUF stabilisce che l'emittente UE di OICVM possono svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio senza succursale nel territorio italiano se già autorizzati allo svolgimento di tale attività dalla Direttiva UCITS dopo che l'Autorità competente dello Stato di origine abbia informato la Banca d'Italia e la Consob;
- l'art. 41-ter, comma 1, del TUF stabilisce che l'emittente UE di FIA possono svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio con o senza succursale nel territorio italiano se già autorizzati allo svolgimento di tale attività dalla Direttiva AIFMD dopo che l'Autorità competente dello Stato di origine abbia informato la Banca d'Italia;
- l'art. 41-quater del TUF stabilisce che l'emittente non-UE di FIA sono autorizzati a svolgere l'attività di gestione collettiva del risparmio tramite la gestione di FIA italiani e FIA UE dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, quando l'Italia è lo Stato di riferimento ai sensi della Direttiva AIFMD. Se però l'emittente non-UE è già autorizzato in un altro Stato membro vale quanto detto per gli emittenti UE.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO ESCLUSIONI

- L'art. 32-quater del TUF esclude dall'applicazione della disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio:
- le istituzioni sovranazionali, quali la BCE, la BEI, il Fondo europeo per gli investimenti, le istituzioni europee di finanziamento allo
- sviluppo e le banche sviluppo bilaterali, la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale, e le altre istituzioni sovranazionali e
- organizzazioni internazionali analoghe, quando tali istituzioni o organizzazioni gestiscono FIA per finalità di interesse pubblico; le Banche centrali nazionali;
- gli Stati, gli enti pubblici territoriali e gli altri enti che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici;
- le società di partecipazione finanziaria, intese come società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che: (i) operano per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'UE; oppure (ii) non sono costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti delle partecipazioni nelle società controllate, sottoposte a influenza notevole o partecipate, come comprovato dal loro bilancio e da altri documenti societari;
- i regimi di partecipazione dei lavoratori all'impresa o ai regimi di risparmio dei lavoratori;
- le società di cartolarizzazione dei crediti;
- le forme pensionistiche previste dal D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

Nel modello distributivo indiretto l'attività dell'**emittente UE/non-UE**, in presenza dei presupposti di legge, potrebbe configurare altresì un **appello al pubblico risparmio**, tramite l'offerta al pubblico di prodotti finanziari:

- l'«offerta al pubblico di prodotti finanziari» è definita dal TUF (art. 1, comma 1, lett. t)) come «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati;
- «pubblico» è da intendersi, secondo la prassi Consob, come una «pluralità di soggetti, che non siano esattamente individuabili ex ante»;
- deve essere pubblicato il prospetto relativo all'offerta dei singoli prodotti finanziari.

Ai sensi dell'art. 34-ter del Regolamento emittenti, adottato con delibera Consob n. 11971/1999 («**Regolamento Emittenti**») sono **escluse dall'obbligo** di pubblicazione del prospetto le offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dai titoli rivolte a **investitori qualificati**.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

### Definizione di investitori qualificati

Ai sensi dell'art. 34-ter del Regolamento Emittenti sono «investitori qualificati» quelli indicati dall'art. 35, comma 1, lett. d) del Regolamento Intermediari, ovverosia «il cliente professionale privato che soddisfa i requisiti di cui all'Allegato n. 3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 6, comma 2-sexies, del Testo Unico».

Gli investitori qualificati, quindi, coincidono con i clienti professionali di diritto di cui all'Allegato II, Sez. I della MiFID II-

Le categorie di clienti investitori qualificati possono essere sostanzialmente ricomprese tra le categorie dei clienti professionali di diritto.

Pertanto alla luce della clientela target così come precedentemente individuata ai fini della presente trattazione, **l'emittente UE/non-UE non sarebbero soggetti alla disciplina dell'appello al pubblico risparmio**.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. LA COMMERCIALIZZAZIONE

Nel modello distributivo indiretto con acquisto/sottoscrizione a seguito di offerta:

- l'emittente UE/non-UE **non svolge il servizio di collocamento**;
- il servizio di collocamento è svolto dall'intermediario italiano (cfr. slide 21).
- l'emittente UE/non-UE **svolge attività di commercializzazione**

Nella MiFID II non vi è una definizione di commercializzazione, anche se alcune norme prevedono la possibilità di commercializzare strumenti finanziari (come l'art. 16 sui requisiti organizzativi).

Una definizione di commercializzazione è tuttavia presente nel **Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio** (Titolo II, Capitolo 3, art. 3), relativa agli OICR, secondo la quale «**costituisce commercializzazione** ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, rivolti agli investitori e in qualsiasi forma effettuati, realizzati su iniziativa del gestore o per conto del gestore, sia in forma diretta che indiretta, finalizzati alla sottoscrizione o all'acquisto di quote o azioni di OICR».

Pertanto, nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto OICR UE/non-UE, l'emittente UE/non-UE saranno soggetti alla disciplina sulla commercializzazione\*.

\*Si precisa che le norme richiamate in tema di commercializzazione sono applicabili agli OICR e non ai prodotti strutturati.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. LA COMMERCIALIZZAZIONE (SEGUE)

La disciplina in materia di commercializzazione prevede che:

- la commercializzazione in Italia di OICR UE/non-UE da parte di emittenti non-UE deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob (art. 41-quater TUF);
- la commercializzazione in Italia di OICVM UE deve essere preceduta da una notifica alla Consob da parte dell'Autorità dello Stato di origine dell'OICVM (art. 42 del TUF). Tale notifica deve contenere, inter alia, la versione più recente del KIID tradotto in lingua italiana (art. 19-bis del Regolamento Emittenti);
- la commercializzazione in Italia di FIA italiani riservati\*, FIA UE e FIA non-UE da parti emittenti non-UE deve essere preceduta da una notifica alla Consob (art. 43 del TUF);
- la commercializzazione in Italia di FIA italiani non riservati deve essere preceduta da una notifica alla Consob (art. 44 del TUF)\*\*.

\*Ai sensi dell'art. 1, comma 1, m-quater del TUF un FIA italiano riservato è «il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39» del TUF.

\*\*A differenza che nell'art. 43de1 TUF, dove è prevista un'unica notifica alla Consob, ai sensi dell'art. 44 del TUF è necessaria una notifica per ogni FIA gestito. Ai sensi dell'art. 44 del TUF la notifica deve contenere: (i) programma di attività del FIA, (ii) regolamento o statuto del FIA, (iii) identità del depositario del FIA, (iv) descrizione del FIA, (v) informazioni sulle modalità stabilite per impedire la commercializzazione delle quote o azioni del FIA nei confronti di investitori al dettaglio. Al contrario, la notifica ex art. 44 deve contenere: (i) prospetto destinato alla pubblicazione, (ii) regolamento o statuto del FIA, (iii) ulteriori informazioni da mettere a disposizione prima dell'investimento.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. LA SOSPENSIONE DELLA COMMERCIALIZZAZIONE

La Consob, ai sensi dell'art. 7, comma 3-bis del TUF, ordina la sospensione della commercializzazione di strumenti finanziari per un periodo non superiore a 60 giorni in caso di:

- violazione delle norme in materia di governo degli strumenti finanziari;
- esistenza di un pregiudizio per la tutela degli investitori.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. LA PRODUCT GOVERNANCE NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO

Alla luce del combinato disposto degli artt. 1, 4 e 16 della MiFiD II:

- **l'emittente UE e l'emittente non-UE con succursale nell'UE, che hanno quale occupazione o attività abituale la prestazione di uno o più servizi di investimento, devono mettere a disposizione dei distributori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario e sul suo processo di approvazione, compreso il suo mercato target**
- **l'emittente UE e l'emittente non-UE con succursale nell'UE, che non hanno quale occupazione o attività abituale la prestazione di uno o più servizi di investimento, non devono mettere a disposizione dei distributori le informazioni sugli strumenti finanziari;**
- **L'emittente non-UE senza succursale nell'UE non deve mettere a disposizione dei distributori le informazioni sugli strumenti finanziari.**



## L'EMITTENTE UE/NON-UE.

### LA PRODUCT GOVERNANCE NELL'ORDINAMENTO NAZIONALE

Con riferimento alla **normativa nazionale** sono tenuti al rispetto della disciplina in materia di product governance, ai sensi dell'art. 62, comma 1, lett. a) del Regolamento Intermediari gli «**intermediari produttori**», ovvero «gli intermediari che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari o che forniscono consulenza agli emittenti societari nell'espletamento di tali attività»

Ai sensi dell'art. 35 del Regolamento Intermediari sono «**intermediari**», *inter alia*, per quel che concerne l'oggetto dell'odierno approfondimento:

- le società di gestione UE che prestano in Italia, mediante lo stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti;
- i GEFIA UE con succursale in Italia che prestano il servizio di gestione di portafogli, il servizio di consulenza in materia di investimenti e il servizio di RTO;
- le imprese di investimento con succursale in Italia;
- le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia alla prestazione di servizi e attività di investimento.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE.

### LA PRODUCT GOVERNANCE QUALI OBBLIGHI PER L'EMITTENTE?

Pertanto **l'emittente UE/non-UE**, che sia **intermediario produttore**, deve identificare il mercato di riferimento «**potenziale**», al quale destinare gli strumenti finanziari oggetto della distribuzione. In particolare, ai sensi dell'art. 64 del Regolamento Intermediari, l'intermediario produttore:

- deve identificare, con un sufficiente livello di dettaglio, il mercato di riferimento potenziale per ogni strumento finanziario e specificare il/i tipo/i di cliente per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario è compatibile;
- deve individuare il/i gruppo/i di clienti le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi lo strumento finanziario non è compatibile;
- nel caso in cui gli strumenti finanziari siano distribuiti mediante altri intermediari, deve stabilire le esigenze e le caratteristiche dei clienti rispetto a cui lo strumento è compatibile, sulla base della propria conoscenza teorica e dell'esperienza pregressa rispetto allo strumento finanziario o a strumenti analoghi, ai mercati finanziari, nonché alle esigenze, alle caratteristiche e agli obiettivi dei clienti finali potenziali.



## L'EMITTENTE UE/NON-UE. LA PRODUCT GOVERNANCE QUALI OBBLIGHI PER L'EMITTENTE?

In materia di product governance la **normativa comunitaria** prevede esclusivamente un obbligo di mettere a disposizione dei distributori tutte le informazioni sugli strumenti finanziari, il relativo processo di approvazione e il relativo mercato *target*. Tale obbligo:

- sorge in capo all'emittente UE e all'emittente non-UE con succursale nell'UE, che hanno quale occupazione o attività abituale la prestazione di uno o più servizi di investimento;
- non sorge in capo all'emittente non-UE senza succursale nell'UE e all'emittente UE/non-UE con succursale nell'UE, che non hanno quale occupazione o attività abituale la prestazione di uno o più servizi di investimento.

La **normativa nazionale** stabilisce una serie di obblighi, di cui all'art. 64 del Regolamento Intermediari, tra cui quello di identificare il mercato di riferimento potenziale. Tali obblighi sorgono solamente in capo agli intermediari che prestano servizi di investimento in Italia, di cui all'art. 35 del Regolamento Intermediari, e che emettono strumenti finanziari.



## 5.

### IL MODELLO DISTRIBUTIVO «DIRETTO»

#### L'ACQUISTO/SOTTOSCRIZIONE SENZA L'INTERVENTO DEGLI INTERMEDIARI ITALIANI, L'INIZIATIVA DEGLI INVESTITORI ITALIANI E LA REVERSE SOLICITATION



La distribuzione di OICR UE/non-UE e prodotti strutturati non-UE secondo il **modello distributivo diretto** si caratterizza per il fatto che vi è un rapporto diretto tra l'emittente e la clientela, non essendovi un intermediario che si interfaccia con la clientela.

Nella distribuzione diretta di OICR UE/non-UE e prodotti strutturati non-UE si ha **assenza di offerta** quando la distribuzione avviene **previa iniziativa esclusiva del cliente** (c.d. *reverse solicitation*).

È da intendersi come tale una **volontà genuina del cliente di avvalersi di un intermediario terzo (i.e. emittente non-UE/distributore non-UE)**, all'assenza di ogni attività promozionale o comunque di ricerca dei clienti sul territorio dello Stato membro da parte di quest'ultimo.



### LA REVERSE SOLLECITATION

la Direttiva MIFID II prevede che:

*«la disposizione della presente direttiva che disciplina la prestazione di servizi o lo svolgimento di attività di investimento nell'Unione da parte di imprese di paesi terzi dovrebbe lasciare impregiudicata la possibilità che persone stabilite nell'Unione ricevano, su loro esclusiva iniziativa, servizi di investimento da parte di imprese di paesi terzi. Se un'impresa di un paese terzo presta servizi su iniziativa esclusiva di una persona stabilita nell'Unione, i servizi non dovrebbero essere considerati prestati nel territorio dell'Unione»* (art. 42 della Direttiva Comunitaria 2014/65/UE),

**N.B.** Tuttavia, sempre la normativa comunitaria, ha sancito il principio per il quale *«se un'impresa di un paese terzo cerca di procurarsi clienti o potenziali clienti nell'Unione o promuove o pubblicizza nell'Unione servizi o attività di investimento insieme a servizi accessori, i relativi servizi non dovrebbero essere considerati come prestati su iniziativa esclusiva del cliente»*



## IL MODELLO DISTRIBUTIVO DIRETTO: IL RUOLO DEGLI EMITTENTI



### IL MODELLO DISTRIBUTIVO DIRETTO: IL RUOLO DEGLI EMITTENTI

#### L'EMITTENTE UE/NON-UE. APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO E COMMERCIALIZZAZIONE

Anche nel modello distributivo diretto con acquisto/sottoscrizione, sia in presenza che in assenza di offerta, l'attività dell'**emittente UE/non-UE**, non si configura come appello al pubblico risparmio anche perché non vi è un'offerta al pubblico.

L'emittente UE/non-UE in questo modello distributivo non svolgono un servizio di investimento, e più precisamente il servizio di collocamento, poiché manca l'accordo con l'intermediario che è alla base del servizio di collocamento medesimo.

Né è possibile configurare l'attività svolta dall'emittente UE/non-UE come commercializzazione. Quest'ultima, infatti, viene definita dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (Titolo II, Capitolo 3, art. 3), con riferimento agli OICR come «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, rivolti agli investitori e in qualsiasi forma effettuati, realizzati su iniziativa del gestore o per conto del gestore, sia in forma diretta che indiretta, finalizzati alla sottoscrizione o all'acquisto di quote o azioni di OICR» (cfr. slide 29).

Pertanto, l'attività dell'emittente UE/non-UE non si configura come commercializzazione perché non vi è un'offerta al pubblico (cfr. slide 47)\*.

\*Si precisa che le norme richiamate in tema di commercializzazione sono applicabili agli OICR e non ai prodotti strutturati.

