

**Audizione Commissione I
"Bilancio, Affari generali ed
istituzionali" su Retail
Investment Strategy (RIS)**

8 marzo 2023

La Strategia per gli Investimenti al dettaglio della Commissione europea

La Commissione Europea, nell'ambito della *Capital Markets Union* (CMU), ha previsto una specifica «azione (Action n. 8)» avente per oggetto la *Retail Investment Strategy* (RIS).

L'**obiettivo** della RIS è quello di individuare degli interventi normativi necessari a rafforzare le tutele per gli investitori al dettaglio e ad accrescerne la partecipazione ai mercati dei capitali. Non si tratterà quindi di una nuova normativa, ma di interventi mirati di revisione delle attuali normative europee.

La *Retail Investment Strategy* ha un **ambito di applicazione** ampio, poiché ricomprende tutte le normative europee che disciplinano la protezione degli investitori e, dunque:

- la direttiva MiFID2 (n. 2014/65) che regola la prestazione dei servizi di investimento ai clienti, le tutele a loro favore e il funzionamento dei mercati mobiliari e degli strumenti finanziari;
- la direttiva IDD (n. 2016/97) sulla distribuzione assicurativa (IDD), che disciplina l'attività di distribuzione delle polizze assicurative (vita, danni e finanziarie) e in particolare dei prodotti di investimento assicurativi (c.d. IBIPs)
- il Regolamento 1286/2014 (PRIIPs) relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs).

È bene precisare che ad oggi non è stata ancora presentata una proposta di revisione. I **lavori** sono stati avviati dalla Commissione europea nel 2020 con una serie di consultazioni. La presentazione della proposta da parte della EC è prevista per maggio prossimo.

Le **principali aree di intervento** della *Retail Investment Strategy* riguardano:

- Informativa sui prodotti e sui servizi resi dagli intermediari. L'intento è quello di ricercare possibili semplificazioni per rendere l'informativa nel suo complesso più comprensibile ed efficace, nonché per adottare soluzioni innovative di tipo digitale per renderla più facile da consultare.
- Criteri di classificazione della clientela. Si tratta di individuare le modifiche ai vigenti criteri di classificazione al fine di facilitare e consentire una maggiore partecipazione dei clienti al dettaglio al mercato dei capitali.
- Regole di adeguatezza e appropriatezza. Si tratta di individuare le modifiche utili a semplificare e omogeneizzare le modalità operative

adottate a livello europeo nello svolgimento di tali valutazioni che costituiscono il fondamentale presidio di tutela dei clienti nella prestazione, rispettivamente, dei servizi di consulenza e gestione di portafogli (*advised services*) e di quelli esecutivi (*not advised services*).

- Incentivi. Si tratta di capire se e quali modifiche al regime degli incentivi siano necessarie al fine di migliorare la qualità della consulenza in materia di investimenti offerta ai clienti.
- Value for Money. L'obiettivo è di rafforzare i vigenti obblighi di "governo del prodotto" al fine di richiedere una maggiore attenzione al rapporto tra costo e qualità sia dei prodotti sia dei servizi offerti ai clienti.

Il dibattito in corso a livello europeo sul tema degli incentivi

Tra queste tematiche, quella degli **incentivi** rappresenta senza dubbio quello di maggiore rilevanza (anche per i suoi potenziali impatti) e che sta anche alimentando un ampio e acceso dibattito a livello europeo, ma anche nazionale. Per tale motivo merita un particolare approfondimento.

Appare utile chiarire preliminarmente cosa si intenda per «incentivo». Il termine ricomprende tutte le forme di pagamento e remunerazione (monetarie o non monetarie) che gli intermediari ricevono da terzi, cioè da soggetti diversi dai clienti, in relazione alla prestazione dei servizi di investimento a quest'ultimi. La fattispecie più diffusa di incentivo si sostanzia nella **retrocessione agli intermediari da parte delle "case prodotto"** (le società che producono e gestiscono i prodotti d'investimento, es. le società di gestione dei fondi) una parte delle commissioni pagate dai clienti che sottoscrivono i prodotti di investimento, come i fondi comuni di investimento o le polizze assicurative a contenuto finanziario.

Per questo motivo il tema degli incentivi è spesso accostato al rischio dei **potenziali conflitti di interesse** che ne potrebbero derivare tra intermediario e cliente nell'attività di consulenza e di distribuzione dei prodotti di investimento.

Le condizioni di legittimità degli incentivi

E' importante evidenziare che la possibilità per le imprese di investimento (incluse le banche che prestano i servizi di investimento) di percepire gli incentivi dalle case prodotto è **soggetta a una serie di vincoli e requisiti**, previsti dalla MiFID2, la cui finalità è assicurare che la percezione di tali retrocessioni avvenga nel rispetto del principio generale che gli intermediari devono agire in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti (cfr. art. 24, c. 1, MiFID).

In particolare, la direttiva MiFID2 prevede che affinché l'intermediario possa percepire legittimamente un incentivo deve rispettare le seguenti **specifiche condizioni**:

- preventivamente **informare il cliente** dell'esistenza degli incentivi e del relativo importo, nonché **rendicontare** su base annua al cliente il totale degli incentivi percepiti con riferimento agli investimenti effettuati dal cliente;
- adottare delle **misure per evitare che il conflitto di interessi** potenzialmente riconducibile agli incentivi leda gli interessi dei clienti;
- prestare **servizi aggiuntivi** al cliente al fine di innalzare la qualità offerta ai clienti in proporzione agli incentivi ricevuti.

In due paesi europei - Regno Unito (prima che uscisse dalla UE) e Paesi Bassi - è stata fatta una scelta radicale, adottando il **divieto per gli intermediari distributori di percepire incentivi**. Nell'attuale dibattito europeo ci si sta confrontando sulla possibilità di prevedere a livello di Unione Europea un simile intervento, con un divieto totale degli incentivi, in linea con le scelte già fatte nei due paesi europei. Tornerò su questa ipotesi a breve, dopo avervi fornito alcuni elementi volti ad approfondire il quadro normativo, i modelli distributivi sviluppatasi in Europa e gli effetti che l'imposizione di tale divieto potrebbero avere, non solo sugli intermediari ma anche sui risparmiatori.

I principali modelli distributivi adottati in Europa

Gli incentivi sono dunque un elemento portante del sistema di remunerazione degli intermediari per l'attività di distribuzione dei prodotti finanziari e l'offerta di servizi di investimento ai propri clienti, tra cui la consulenza in materia di investimento.

L'attuale normativa europea (MiFID) **non impone un modello di distribuzione e remunerazione specifico**: fissa le regole (gestione dei conflitti di interesse, trasparenza sugli incentivi percepiti e proporzionalità tra qualità del servizio e incentivi percepiti) e lascia libertà agli intermediari di definire il proprio modello di servizio.

Pertanto, due possono essere i modelli di remunerazione del servizio di distribuzione e consulenza:

- il modello che si basa sulla retrocessione di commissioni, dunque sugli incentivi (*commission-based model*);
- il modello basato sulla percezione di commissioni dirette a carico dei clienti (*fee-based model*).

Il primo modello, basato sugli incentivi, è quello più diffuso nell'Unione Europea. Nei paesi in cui prevale tale modello (tra cui l'Italia, come si vedrà oltre), non è preclusa la convivenza con il modello *fee-based*: gli intermediari possono infatti offrire alla propria clientela anche un servizio di consulenza che prevede il pagamento di una commissione diretta (la c.d. consulenza *fee-only*). Nei paesi in cui, invece, si è scelto a livello nazionale di imporre il modello *fee-based*, gli incentivi non sono ammessi e dunque il servizio di consulenza non può che essere remunerato a parte dai clienti.

Per come sono strutturati, i due modelli comportano una sostanziale **differenza in termini di struttura dei costi** sostenuti dagli investitori per effettuare i propri investimenti:

- nel modello *commission-based* l'investitore paga solo le commissioni del prodotto di investimento, che in parte includono indirettamente il costo dei servizi prestati dall'intermediario;
- nel modello *fee-based model* al costo del prodotto si aggiunge il costo diretto per il servizio dell'intermediario.

Tale diversa strutturazione dei costi sostenuti per effettuare un investimento è fondamentale per effettuare qualunque confronto dei due modelli, che deve basarsi dunque sul costo complessivo sostenuto dagli investitori (prodotto + servizio).

Il confronto dei due modelli in termini di costo per gli investitori

Un recente studio, svolto dalla società di consulenza indipendente KPMG¹ effettuato, con il supporto delle principali associazioni del settore finanziario di Francia, Germania, Italia e Spagna, ha effettuato una **comparazione tra i mercati** che si basano sulle retrocessioni delle commissioni (Francia, Italia, Spagna e Germania) e quelli che si basano esclusivamente sul pagamento di commissioni da parte della clientela (Regno Unito e Paesi Bassi), da cui emergono **importanti evidenze e differenze**.

Senza scendere nei dettagli dello studio, vale la pena segnalare che dallo stesso emerge che:

- non vi sono differenze sostanziali in termini di costi complessivi che i clienti al dettaglio debbono sostenere per investire negli strumenti finanziari nei due modelli²;
- vi è, tuttavia, un'importante divergenza tra i due modelli: nei paesi dove è stato imposto il divieto degli incentivi l'accesso al servizio di consulenza è differenziato in base al livello di portafoglio investito e sotto determinate soglie di patrimonio i clienti non beneficiano di tale servizio (o perché i clienti non possono pagare una commissione esplicita o perché sono previsti limiti minimi di patrimonio da investire). Nei paesi dove gli incentivi sono ammessi, vi è invece un accesso diffuso al servizio di consulenza.

¹ <https://home.kpmg/fr/fr/home/insights/2022/02/remuneration-des-distributeurs-commission-ou-honoraire.html>

² In particolare, secondo lo studio KPMG, se si considera un investimento a 5 anni in fondi di investimento bilanciati (mixed funds), il costo totale annuo sostenuto dagli investitori retail nei tre paesi Francia, Italia e Spagna è in media pari all'1,65%, mentre nel Regno 2,08% e nei Paesi Bassi 1,58%. Si tratta, è bene ricordarlo, della somma dei costi del prodotto e dei costi dei servizi (prevalentemente di consulenza).

C'è dunque una **carezza di consulenza** (come viene spesso definita, un *advice gap*) che ha delle conseguenze importanti, che vale la pena evidenziare:

- un investitore che sceglie di non (o non può) fruire del servizio di consulenza, effettua investimenti "fai da te" con il rischio che le sue scelte di investimento non siano adeguate al proprio profilo (manca la valutazione di adeguatezza degli investimenti). Tale rischio colpisce con maggiore ampiezza gli investitori più fragili, con minori competenze finanziarie e minori disponibilità, che sono invece quelli che più hanno bisogno di assistenza;
- in alternativa, l'investitore potrebbe decidere di non investire in mancanza di assistenza, interrompendo il flusso di risorse che, tramite i mercati finanziari, arriva dalle famiglie e ai settori produttivi.

Appare evidente che l'*advice gap* è **tanto più critico**, quanto minore è la propensione degli investitori a pagare una specifica commissione per il servizio di consulenza e, soprattutto, quanto minore il livello di educazione finanziaria della popolazione.

La ricerca ha anche evidenziato che nei paesi in cui sono ammessi gli incentivi (Italia, Francia e Spagna), a seguito delle regole della MiFID2, gli intermediari distributori hanno da tempo attivato l'**offerta di una pluralità di servizi aggiuntivi a elevato valore aggiunto per i clienti**, che sono resi possibili grazie agli incentivi ricevuti dai produttori. Come, ad esempio:

- la consulenza resa con riferimento a un'ampia gamma di strumenti finanziari, che include un adeguato numero di prodotti di terzi, e di norma con un approccio di portafoglio e non sulla singola operazione di investimento (come previsto dalla norma);
- la valutazione periodica di adeguatezza degli investimenti dei clienti viene effettuata con una frequenza (quadrimestrale o semestrale) maggiore di quella annuale minima prevista dalla normativa;
- la consulenza è resa non solo sugli strumenti finanziari (come previsto dalla MiFID) ma include anche i prodotti di investimento assicurativi (i c.d. IBIPs) in una ottica di portafoglio complessivo.

Lo studio KPMG evidenzia altresì che l'industria ha compiuto enormi sforzi per conformarsi alle regole di **gestione dei conflitti di interesse** e ha adattato i processi di vendita e le politiche retributive e rafforzato la *governance* interna per: a) identificare e gestire meglio i potenziali conflitti di interesse e b) migliorare la trasparenza per i clienti in termini di costi.

In questa direzione si è sviluppato anche il **modello di servizio offerto in Italia** da banche e imprese di investimento ai clienti *retail*. Lo studio KPMG ha, infatti, stimato che in Italia le banche offrono alla quasi totalità dei propri

clienti (98,7%) un servizio di consulenza (di tipo non-indipendente, quindi basato sugli incentivi) e una serie molto articolata di servizi a valore aggiunto.

Conclusioni

Dal quadro appena evidenziato si può desumere che il **modello di distribuzione basato sulle retrocessioni** delle commissioni meglio si adatta alle esigenze di clienti con disponibilità finanziarie ridotte e basso livello di educazione finanziaria, in quanto offre una consulenza qualificata e servizi di investimento in maniera generalizzata e un livello di tutela più elevato.

L'introduzione di un **divieto generalizzato degli incentivi** a livello europeo, che di fatto imporrebbe in Europa il solo modello di consulenza *fee-based*, non appare quindi giustificato e, anzi, avrebbe impatti per gli investitori al dettaglio, con il rischio di determinare conseguenze irreversibili dovute a scelte regolatorie errate.

In questa ottica, pertanto, si ritiene che l'opzione preferibile sia quella di **intervenire sull'attuale disciplina**, non con interventi radicali come il divieto degli incentivi, ma con aggiustamenti sull'attuale quadro normativo al fine di rendere più efficaci le attuali norme relative alla trasparenza degli incentivi, alla gestione dei conflitti d'interesse e ai requisiti di legittimità, con l'obiettivo di rafforzare la tutela degli investitori al dettaglio.