

Gennaio 2018

## **Il nuovo quadro normativo degli inducement e della consulenza tra due differenti discipline: MIFID2 e IMD2. Brevi note.**

*Massimo Lembo, Professore a contratto di diritto dei prodotti bancari e assicurativi, Università di Udine*

### **1. Il percorso normativo europeo**

Per inquadrare il tema, occorre risalire al luglio 2012 quando la Commissione Europea presentava la proposta di modifica della direttiva 2002/92 finalizzata ad emanare una disciplina comunitaria in materia di intermediazione assicurativa <sup>1</sup> convergente con le (allora) MIFID <sup>2</sup>. In attuazione di quanto detto, la direttiva n. 2014/65 (c.d. MIFID 2 o anche IMD 2, d'ora in poi MIFID 2) <sup>3</sup> ha introdotto una serie di norme concernente i prodotti assicurativi di investimento <sup>4</sup> a partire dalla loro definizione (ed in tal modo si ha la prima definizione europea di prodotto di investimento assicurativo - IPIB) per poi focalizzarsi sulla gestione dei conflitti di interesse, visti come connaturati al rapporto di intermediazione così come avviene per l'intermediazione finanziaria. Questa disciplina, come si vedrà, si interseca con la direttiva IDD sulla intermediazione assicurativa che

---

<sup>1</sup> In Italia, l'accesso alla attività di intermediazione assicurativa è subordinato alla iscrizione nel registro degli intermediari assicurativi e riassicurativi, tenuto, ex art. 109 CAP, dall'Ivass (RUI). Nel registro sono iscritti in differenti sezioni gli agenti di assicurazione, i brokers (sezioni A e B), i produttori diretti (sezione C), le banche e gli altri intermediari autorizzati (sezione D), i collaboratori degli intermediari per l'attività svolta fuori dai locali in cui opera l'intermediario (sezione E). In sostanza, la polizza assicurativa, in questo contesto, può essere "comprata" da intermediari rientranti in una delle citate tipologie.

<sup>2</sup> Si allude alle direttive 2004/39 CE, pubblicata il 30.4.2004 e direttiva 2006/73 CE, pubblicata il 2.9.2006 (vi era, quindi, un doppio livello legislativo).

<sup>3</sup> Il Considerando n. 87 della MIFID 2 dice che "gli investimenti che riguardano contratti assicurativi sono spesso messi a disposizione dei consumatori come potenziali alternative agli strumenti finanziari regolamentati dalla presente direttiva o in sostituzioni degli stessi. Al fine di fornire una protezione coerente ai clienti al dettaglio e garantire condizioni di parità per prodotti simili, è importante che i prodotti di investimento assicurativo siano sottoposti a opportuni requisiti".

<sup>4</sup> O anche insurance based investment product o anche IBIP tra cui rientrano le polizze caso vita il cui rendimento è collegato (deriva) dall'andamento delle gestioni separate (c.d. rivalutabili; sono speciali forme di gestione degli investimenti separate dalle altre attività dell'impresa di assicurazione; vengono utilizzate nei contratti di assicurazione sulla vita del ramo I e sono contraddistinte da una composizione degli investimenti particolarmente prudentiale. Sono utilizzate anche da molti fondi pensione). Con la Solvency II, peraltro, il loro utilizzo sembrava scoraggiato a causa dell'anti economicità delle riserve richieste per il ramo I (PEZZATTI, *Le compagnie virano verso le unit linked in Plus24*, 9.5.2015).

andrà recepita, in sostanziale concomitanza con la MIFID 2 (fissata al febbraio 2018). E' una direttiva c.d. di "armonizzazione minima" che lascia ampi spazi di manovra ai regolatori nazionali.

Il 23 giugno 2015, l'ESA (cioè il Comitato congiunto delle autorità di vigilanza europee: EBA, EIOPA ed ESMA) aveva pubblicato un documento di consultazione su rischi, scenari e costi relativi ai *Key Information Documents* per i *packaged retail and insurance-based investment products*, tematica che interessa entrambe le direttive citate.

Il documento aveva lo scopo di raccogliere opinioni sulle possibili metodologie per determinare e visualizzare i rischi, le prestazioni ed i costi nel KID<sup>5</sup> per i PRIIP<sup>6</sup>. Il documento è diviso in due sezioni: una su rischio e rendimento (tramite un indicatore sintetico) ed una sui costi. Nelle intenzioni del Regolatore dal 31.12.2016 (dal 2019 per i fondi comuni di investimento), a seguito dell'approvazione da parte della Commissione Europea del regolamento con le norme tecniche (RTS) per la collocazione di prodotti di investimento, sarebbe scattata l'applicazione generalizzata del KID il quale, in un massimo di 3 pagine formato A4, deve spiegare tutto quello che è importante sapere del prodotto. Il comune denominatore è che si tratta sempre di investimenti in forma indiretta, vale a dire che l'acquisto non riguarda direttamente uno o più strumenti o prodotti finanziari. Erano, poi, previsti gli scenari di *performance* calcolati su tre orizzonti temporali (c.d. costi nel tempo)<sup>7</sup>.

In dirittura di arrivo, tuttavia, è successo un intoppo. Gli *standards* tecnici (RTS) proposti dalla Commissione europea sui PRIIP, i quali recepivano le indicazioni pervenute da EBA, EIOPA ed ESMA, sono stati bocciati dal Parlamento europeo in quanto ritenuti non sufficientemente incisivi nel tutelare la trasparenza delle informazioni per i risparmiatori essenzialmente in punto di scenari probabilistici<sup>8</sup> e di efficacia di alcuni avvertimenti sui rischi di perdita. Ne è derivato lo slittamento di entrambe le discipline al 2018.

E' seguita la Direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016 sulla distribuzione assicurativa e riassicurativa al dettaglio<sup>9</sup> in ambito UE (IMD2 o anche IDD, *insurance distribution directive*), entrata in vigore il 23.2.2016, con soppressione della precedente IMD 1 a far data dal 23.2.2018, ha dettato nuove norme di comportamento che dovranno essere recepite in modo attuativo nel nostro ordinamento. In particolare, dovranno essere emanate regole di *product governance* ispirate a quelle

---

<sup>5</sup> key investor information document. Il KID offre, comunque, un'informazione di grado inferiore rispetto a quella prevista dalla MIFID 2.

<sup>6</sup> PRIIP è un acronimo che sta per *packaged retail and insurance-based investment products* o anche *produits d'investissement de détail et les produits d'investissement basés sur les assurances*, cioè investimenti di tipo assicurativo mirati alla clientela *retail*.

<sup>7</sup> CRISCIONE, *Dalla UE via libera al Kid si parte dalla fine del 2016* in *Plus24*, 9.7.2016.

<sup>8</sup> Cioè riferiti a probabilità di guadagnare o di perdere.

<sup>9</sup> Così si esprimono i lavori preparatori onde poter individuare un'armonizzazione minima o, se si preferisce, un minimo comun denominatore europeo, su cui si inseriranno la varie discipline nazionali di recepimento.

già delineate dalla MIFID 2. E', inoltre, prevista la possibilità di fornire consulenza sui prodotti assicurativi venduti; ciò è oggetto di informativa a livello precontrattuale e, in caso positivo, il distributore fornisce al cliente una raccomandazione personalizzata contenente i motivi per cui un particolare prodotto sarebbe più indicato a soddisfare le richieste e le esigenze del cliente.

Per “distribuzione assicurativa”, ex art. 2 comma 1 n. 8, deve ora intendersi l’insieme delle attività consistenti nel fornire consulenza, proporre contratti di assicurazione o compiere altri atti preparatori alla conclusione di tali contratti. Il passaggio dal precedente termine di intermediazione a quello di distribuzione amplia, quindi, nelle considerazioni dei primi commentatori, il novero dei soggetti destinatari della IDD ricomprendendo tutti coloro che “partecipano”, usiamo questo termine, alla vendita dei prodotti assicurativi. Il nuovo testo recepisce sostanzialmente l’obiettivo di offrire una maggiore tutela degli assicurati tramite, da un lato, la qualità delle informazioni da fornire e, dall’altro, le modalità di comportamento da parte dei distributori. Oggetto di particolare riferimento sono i prodotti di assicurazione sulla vita che prevedono forme di investimento (*insurance based investment product* - IPiB) di cui al 56° considerando della IDD ancorché la Direttiva riguardi l’intero ambito dell’intermediazione assicurativa. La definizione di prodotto di investimento assicurativo pare, infine, sovrapponibile a quella contenuta nel c.d. regolamento PRIIP soprattutto per quanto attiene i documenti contenenti le già citate informazioni chiave (KID). Successivamente, è stato emanato il regolamento delegato 2017/2359 del 20.12.2017 sempre sulla distribuzione assicurativa con riferimento agli obblighi di informazione e le norme di comportamento applicabili alla distribuzione dei prodotti di investimento assicurativo in relazione ai conflitti di interesse, agli incentivi ed alla valutazione di idoneità ed adeguatezza <sup>10</sup>.

A seguire, la direttiva delegata UE 2017/593 della Commissione Europea, datata 7.4.2016 ma pubblicata sulla GUCE del 31.3.2017, integra la direttiva 2014/65 del Parlamento e del Consiglio europei (MIFID II) e del Regolamento europeo 600/2014 (MIFIR). Questa direttiva ha inteso disciplinare – tra l’altro – gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari. Più in particolare, vengono forniti nuovi RTS, concernenti obblighi di *governance* dei prodotti per le imprese produttrici di strumenti finanziari e obblighi di *governance* dei prodotti per i distributori (rispettivamente artt. 9 e 10) ed incentivi, in

---

<sup>10</sup> MARINO – PANTALEO, *Distribuzione di prodotti di investimento assicurativi: le nuove regole di condotta europee* in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2018.

linea generale, per consulenza su base indipendente<sup>11</sup> ed in relazione alla ricerca<sup>12</sup> (rispettivamente artt. 11, 12 e 13); gli stati membri dovevano conformarsi entro il 3.7.2017 e le disposizioni sarebbero entrate in vigore il 3.1.2018. Con la MIFID 2, in particolare, la ricerca per essere ancora legittima come *inducement*, dovrà essere remunerata con propri fondi dal gestore oppure potrà essere addebitata al cliente attraverso un conto segregato, alimentato in trasparenza, da specifiche commissioni di ricerca pagate dal cliente<sup>13</sup>. Ne consegue che le commissioni percepite andranno distinte tra commissioni da *trading* e commissioni da ricerca.

Il 4.4.2017 l'ESMA ha pubblicato l'aggiornamento delle Q&A in merito alle tematiche inerenti le protezioni offerte in favore degli investitori ai sensi del "pacchetto" MIFID 2/MIFIR tra cui risaltano gli *inducement* con particolare riferimento alle ricerche in materia di investimenti (punto 7 pagg. 41-52; sono, complessivamente, ben 11 Q&A a dimostrazione di quanto il tema sia sentito dagli operatori). La remunerazione dei collocatori, in conclusione, non potrà (più) essere connessa ad obiettivi di ricavo o di volume su prodotti finanziari non "adatti" alla clientela specifica.

---

<sup>11</sup> "Gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che prestano consulenza in materia di investimenti su base indipendente o servizi di gestione del portafoglio restituiscano al cliente eventuali onorari, commissioni o benefici monetari pagati o forniti da terzi o da un soggetto che agisce per conto di terzi in relazione ai servizi prestati a tale cliente non appena ragionevolmente possibile dopo il ricevimento. Qualsivoglia onorario, commissione o beneficio monetario ricevuto da terzi in relazione alla prestazione di consulenza indipendente...è trasferito in toto al cliente" Sono accettabili benefici non monetari minori "a. informazioni o documentazione relativa a uno strumento finanziario o a un servizio di investimento, di natura generica o personalizzata in funzione di un singolo cliente, b. materiale scritto da terzi commissionato e pagato da un emittente societario o da un emittente potenziale per promuovere una nuova emissione da parte della società.....c. partecipazione a convegni, seminari e altri eventi formativi sui vantaggi e le caratteristiche di un determinato strumento finanziario o di un servizio di investimento, d. ospitalità di un valore de minimis ragionevole come cibi e bevande a margine di un incontro di lavoro o altri eventi di formazione, e. altri benefici non monetari minori che uno Stato membro consideri atti a migliorare la qualità del servizio prestato a un cliente. I benefici non monetari accettabili minori (di entità minima) sono ragionevoli e proporzionati e di una portata tale da non essere in grado di incidere sul comportamento dell'impresa di investimento in alcun modo che sia pregiudizievole per gli interessi del cliente interessato".

<sup>12</sup> "Gli Stati membri assicurano che la prestazione di servizi di ricerca da parte di terzi alle imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio o altri servizi di investimento o accessori ai clienti non sia considerata un incentivo qualora sia ricevuta in cambio di uno dei seguenti elementi: a. pagamenti diretti da parte dell'impresa di investimento sulla base delle proprie risorse, b. pagamenti da un conto di pagamento per la ricerca separato controllato dall'impresa di investimento purché.....finanziato da uno specifico onere per la ricerca a carico del cliente....l'impresa di investimento è ritenuta responsabile del conto di pagamento per la ricerca....l'impresa di investimento valuta regolarmente la qualità della ricerca acquistata in base a criteri di qualità robusti e alla sua capacità di contribuire a migliori decisioni di investimento.... l'ammontare complessivo degli oneri di ricerca ricevuti non può superare il budget per la ricerca.....Nell'accordo di gestione dell'investimento o nelle condizioni generali di contratto l'impresa di investimento concorda con il cliente l'onere della ricerca come iscritto nel budget per la ricerca". Proprio in merito alla attività di ricerca, relativamente agli *inducements*, l'ESMA ha pubblicato un aggiornamento delle proprie Q&A in data 6.6.2017.

<sup>13</sup> INCORVATI, *La Mifid 2 stabilisce che la ricerca la pagherà il gestore* in *Plus24*, 23.9.2017, 5.

## 2. Gli inducement e la consulenza

Chiarito l'articolato quadro normativo di insieme, ci si chiede, inizialmente, chi siano i nuovi soggetti cui si applica in modo estensivo la Direttiva IDD ? Sicuramente i consulenti finanziari di nuova definizione nei quali convergono gli agenti assicurativi i quali dovranno essere assoggettati (anche) alla MIFID 2<sup>14</sup>. La Consob si è attivata per le connesse modifiche al regolamento intermediari in tema di consulenti finanziari in coerenza con il recepimento della MIFID 2 e della MIFIR, attuate con il d. lgs. approvato il 28.7.2017. Gli artt. 93 e 96 del regolamento intermediari modificato dettano le nuove regole dell'Albo in cui i citati consulenti devono iscriversi.

La delibera Consob n. 19548 del 17.3.2017, nel frattempo, ha fornito lo schema normativo della nuova definizione di consulenza finanziaria suddividendo il campo tra:

- a. consulenti finanziari abilitati all'esercizio dell'offerta fuori sede; vengono, in tal modo, ridenominati i precedenti promotori finanziari (e sparisce, quindi, detta denominazione);
- b. consulenti finanziari autonomi (indipendenti)<sup>15</sup> che sostituiscono i precedenti consulenti finanziari.

Quindi, nello spirito della disciplina, ci sono due differenti tipologie di consulenza che, con estrema chiarezza, vanno descritte e proposte alla utenza (art. 24 MIFID II<sup>16</sup>); gli intermediari, pertanto, possono prestare il servizio di consulenza sia su base indipendente sia su base non indipendente ma con strutture differenziate e la medesima persona fisica non può offrire contemporaneamente le due forme di consulenza<sup>17</sup>. Nel contempo, è stato varato l'albo unico dei consulenti finanziari che sostituisce quello dei promotori finanziari oltre alla costituzione del nuovo Organismo di vigilanza dell'albo unico (OCF<sup>18</sup>) cui viene trasferita la funzione di vigilanza precedentemente attribuita alla Consob.

In questo contesto, non certo lineare, va ricordato che la disciplina comunitaria, in particolare, consente al legislatore nazionale di vietare o meno l'accettazione di *inducement* da parte di terzi a fronte della prestazione del servizio di consulenza (che, si ricordi bene, è un servizio di investimento, ancorché un intermediario possa proporre differenti tipi di consulenza, più o meno approfonditi) mentre per la MIFID 2 il consulente può essere remunerato solo dal cliente, contro prestazione di fattura, e non dalle SGR o da terzi. Ecco che consulenza e remunerazione vanno a braccetto per imboccare, però,

---

<sup>14</sup> PEZZATTI, *Mifid2 e Idd aprono strade diverse sulla possibilità degli inducement* in *Il Sole 24 Ore*, 14.2.2017.

<sup>15</sup> Già presenti, a dire il vero, nell'art. 18 bis del TUF ma di fatto la norma era inattuata.

<sup>16</sup> URSINO, *Quante forme di consulenza sono previste dalla Mifid 2?* in *Plus24*, 22.4.2017.

<sup>17</sup> CELLINO, *Risparmio, pagamenti, banche: parte la corsa alle nuove regole* in *Il Sole 24 Ore*, 3.1.2018, 20.

<sup>18</sup> Cioè la "casa della consulenza" (URSINO, *Tutti i freni alla consulenza indipendente* in *Plus24*, 29.7.2017, 3).

strade diverse in relazione alle due discipline di settore secondo quello che sembra essere il principio del distributore.

La IDD, da parte sua, definisce la consulenza come la fornitura di raccomandazioni personalizzate a un cliente su sua richiesta o su iniziativa del distributore, di prodotti assicurativi in relazione ad uno o più contratti di assicurazione; all'art. 20, in particolare, si disciplina la "vendita senza consulenza" e all'art. 29 comma 2 (informazione al cliente), si consente la percezione di incentivi qualora: **a.** non si pregiudichi la qualità del servizio al cliente e **b.** non si pregiudichi il migliore interesse del cliente, agendo – quindi – in modo onesto, equo e professionale<sup>19</sup>. In altri termini, gli *inducements* non devono pregiudicare il principio di agire nel migliore interesse del cliente.

Dal canto suo, la MIFID 2, volta ad operare sul mercato degli strumenti finanziari, entrando più nello specifico, introduce - oltre ad una maggiore trasparenza sui costi - stringenti requisiti in tema di *inducements* (o *rebates*) consentendoli solo quando si possa dimostrare che effettivamente siano mezzi attraverso i quali si innalzi la qualità del servizio offerto al cliente<sup>20</sup>; sono richiesti, quindi, dei *test* di ammissibilità, il fornire suggerimenti sulla composizione del portafoglio, il dare informazioni periodiche nonché report successivi all'investimento (c.d. post vendita), modalità tutte che richiamano alla mente il servizio di *wealth management*. E' l'innalzamento della qualità del servizio che salva le retrocessioni purché il livello qualitativo aggiuntivo vada mantenuto nel tempo<sup>21</sup>. Sta, quindi, all'intermediario l'onere di provare la qualità del servizio e la sua misurazione fermo restando che la qualità del servizio non può prescindere dalla professionalità dei soggetti che lo forniscono, professionalità che dovrebbe essere garantita dall'iscrizione all'Albo unico e dalla periodica attività di formazione. In questo contesto, la MIFID 2 potrebbe anche orientare non poca clientela, se in possesso di una soglia non modesta di disponibilità economica, verso le gestioni patrimoniali il cui modello di compenso è già allineato, nella disciplina nazionale, alla MIFID 2<sup>22</sup>. Un tema di grande attualità, su cui la nuova disciplina non sembra allo stato in grado di fornire una risposta certa, è quello legato al "bonus" di ingresso che le SGR, ma anche le banche, offrono al consulente (ex promotore finanziario) alla firma del mandato agenziale connesso al "portafoglio clienti" che viene trasferito al nuovo intermediario. Questo premio di ingaggio, chiamiamolo così, rileva nella disciplina degli *inducements* e va, quindi, esplicitato ai singoli clienti interessati<sup>23</sup>? Il concetto di remunerazione che si

<sup>19</sup> CATENACCI, *L'evoluzione della disciplina dei prodotti di investimento assicurativo alla luce delle direttive MIFID II e IDD* in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2017.

<sup>20</sup> PETRUCCIANI, *MIFID II: rebate solo se c'è qualità del servizio* in *Plus24*, 29.10.2016.

<sup>21</sup> Il 21° considerando della direttiva delegata 2017/593 è molto esplicito quando prevede "Al fine di potenziare la tutela degli investitori e aumentare la chiarezza per i clienti quanto alla qualità dei servizi ad essi prestati, la direttiva 2014/65/UE ha limitato ulteriormente la possibilità per le imprese di ricevere o pagare incentivi. A tal fine dovrebbero essere definite modalità dettagliate per la ricezione o il pagamento degli incentivi. In particolare, la condizione per cui gli incentivi dovrebbero migliorare la qualità del servizio prestato al cliente dovrebbe essere ulteriormente specificata e inquadrata".

<sup>22</sup> FEDI, *Mifid2 spingerà verso le gestioni patrimoniali* in *Il Sole 24 Ore*, 14.2.2017.

<sup>23</sup> URSINO, *Cambi di casacca trasparenti* in *Plus24*, 29.4.2017.



ricava dalla lettura dei “considerando” n. 40 e 41 del regolamento delegato n. 565/2017 farebbe propendere per la risposta affermativa <sup>24</sup>.

Si coglie subito che - almeno per un certo tipo di operatività quale quella in prodotti finanziari ex art. 25 bis TUF <sup>25</sup>, nel cui novero non rientrano le polizze di ramo I c.d multi-ramo - già si ripropone un possibile problema di sovrapposizione normativa. Infatti, in recepimento della MIFID, si era cercato di uniformare la normativa per il canale distributivo che doveva essere unico ma detta unicità è stata poi vanificata dall'introduzione del citato art. 25 bis TUF che ha scisso, per canale distributivo, la disciplina di trasparenza per gli strumenti finanziari, per quelli assicurativi a prevalente componente finanziaria ed anche per quelli previdenziali. L'auspicio, pertanto, è che le discipline nazionali di recepimento possano portare all'allineamento delle differenti discipline. Sul punto si segnala una significativa posizione assunta dall'Avvocato generale della Corte di Giustizia UE per il quale la consulenza prestata nella distribuzione di prodotti di investimento assicurativi (capitalizzazione, unit linked ecc.) rientra nella disciplina assicurativa (vigente per tempo, cioè la IMD1) e non in ambito MIFID <sup>26</sup>.

La consulenza “indipendente” è probabilmente la principale novità introdotta dalla MIFID 2 <sup>27</sup>. Una consulenza obiettiva e non condizionata, quindi svincolata da ogni possibile conflitto di interesse, diventa, pertanto, il banco di prova del nuovo scenario ed i consulenti finanziari <sup>28</sup> saranno soggetti ad apposita “certificazione” al fine di essere conformi alle linee guida dell'ESMA, pure intervenuta sul tema. Detta consulenza assume un ruolo molto importante diventando il valore aggiunto dell'attività distributiva a tutto

---

<sup>24</sup> Così si è espresso Fabrizio Tedeschi al recente Salone del risparmio auspicando un intervento specifico del regolatore.

<sup>25</sup> Vedi anche art. 2 comma 1 CAP per le assicurazioni unit ed index linked di ramo III e per la capitalizzazione, ramo V.

<sup>26</sup> Causa C542/2016 su rimessione della Corte suprema della Svezia.

<sup>27</sup> Il cui recepimento ha comportato l'adozione del nuovo art. 24 bis del TUF il quale disciplina la consulenza in materia di investimenti; non si tratta di un nuovo servizio bensì di un diverso livello di servizio che consente di passare da una logica di prodotto ad un obiettivo di tutela delle esigenze della clientela (COLOMBA, *MIFID II: disciplina e prospettive per la consulenza indipendente* in *dirittobancario.it* 7.6.2017).

<sup>28</sup> Il cui albo unico (OCF) è in fase di avvio; ci saranno tre distinte sezioni: una per gli abilitati all'offerta fuori sede che operano con un mandato di una società, una seconda per i consulenti autonomi, cioè che operano su base indipendente, pagati solo dai clienti (fee only) ed una terza per le società di consulenza finanziaria (URSINO, *Quei dialoghi tra Consob e Mef sull'albo dei consulenti* in *Plus24*, 24.12.2016). Ciò che non era inizialmente chiaro è se i consulenti finanziari autonomi potessero operare o meno fuori sede così come, il requisito dell'autonomia faccia necessariamente venire meno la responsabilità dell'intermediario con la conseguenza di una minore tutela per l'investitore (URSINO, *Quel filo sottile della concorrenza nella consulenza finanziaria* in *Plus24*, 13.5.2017). La questione è stata risolta con la pubblicazione del d. lgs. n. 129/2017 di attuazione della MIFID 2 e della MIFIR introducendo l'art. 30 bis (modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti da parte dei consulenti finanziari autonomi) il quale consente espressamente che l'attività dei consulenti finanziari possa essere prestata anche fuori sede. Il mono mandato, non ancora soppresso, ha generato e continuerà a generare non pochi problemi nel caso in cui il consulente abilitato all'offerta fuori sede operasse anche per altri intermediari stranieri (ELLI, *Il doppio gioco dei consulenti* in *Plus24*, 29.5.2017).

tondo auspicabilmente votata anche alla da più parti richiesta crescita dell'educazione finanziaria <sup>29</sup>. Va da sé che non si potrà avere una consulenza indipendente (preferibilmente di tipo multivariato <sup>30</sup> ed orientata all'adeguatezza dell'intero portafoglio di investimento) se il catalogo prodotti dell'intermediario fosse limitato e poco diversificato come accadeva per i promotori finanziari vecchia maniera a causa del mono mandato che ne configurava e limitava l'operato. L'EPFA (*european financial planning association*) ha presentato due diversi livelli di certificazione: una per coloro che si limitano a rilasciare informazioni agli investitori (attività che non può definirsi propriamente di consulenza), l'altra per coloro che forniscono vera e propria consulenza (vale a dire raccomandazioni e suggerimenti personalizzati, vero e proprio servizio di investimento).

Viene, nel contempo, inserito il concetto di cliente professionale in ambito assicurativo tradizionale mutuandolo dalla MIFID creando, anche in questo comparto, una diversificazione del concetto di consulenza.

La già citata direttiva delegata 2017/593 all'art. 11, in tema di incentivi, precisa quali siano le condizioni al ricorrere delle quali un incentivo possa considerarsi concepito per migliorare la qualità del servizio prestato al cliente e l'art. 12 ribadisce - per la prestazione del servizio di consulenza e di gestione del portafoglio - la retrocessione ad ogni singolo cliente dei benefici percepiti da terzi salvo il caso, previsto dall'art. 13, in cui gli incentivi vengano percepiti in relazione alla ricerca. Si tratta di capire come queste disposizioni verranno ora concretamente recepite nell'ordinamento nazionale.

Solo per chiarezza, si precisa che le figura di cui abbiamo parlato nulla hanno a che fare con la quasi omonima dei consulenti del credito introdotta dal d. lgs. n. 141/2010; costoro sono dei soggetti professionali cui è riservata la prestazione in via esclusiva di servizi di consulenza indipendente affine a quella del mediatore creditizio.

L'art. 125 novies comma 2 TUB prevede il compenso che l'intermediario del credito (mediatore creditizio) può richiedere al consumatore per i suoi servizi.

Ai sensi dell'art. 124 comma 5 TUB il finanziatore fornisce al consumatore chiarimenti adeguati in modo che questi possa valutare se il contratto proposto sia o meno adatto alle proprie esigenze.

Ai sensi dell'art. 120 novies comma 5 TUB il finanziatore fornisce al consumatore chiarimenti adeguati in modo che questi possa valutare se il contratto e gli eventuali servizi accessori proposti siano adatti alle proprie esigenze e alla propria situazione finanziaria. Si tratta sempre di mera trasparenza o vi è anche un *quid* di consulenza? Il regolatore non è ancora giunto a precisarlo.

---

<sup>29</sup> RABITTI BEDOGNI, *Consulenti finanziari a misura di risparmiatore* in *Il Sole 24 Ore*, 13.12.2017, 12.

<sup>30</sup> Vale a dire che prende in considerazione più variabili.



Ancora differente è la definizione di servizio di consulenza di cui all'art. 120 terdecies del TUB, introdotto con il d. lgs. 21.4.2016 n. 72 di attuazione della direttiva 2014/17 sui contratti di credito ai consumatori relativi ai beni immobili residenziali, in vigore dal 4.6.2016; questa recente disciplina riserva: **a.** alle banche, **b.** agli intermediari finanziari, **c.** agli intermediari del credito, il servizio di consulenza ed introduce la già citata figura del consulente indipendente tenuto all'iscrizione nell'elenco tenuto dall'Organismo degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi (OAM). E così si chiude, in buona parte, il cerchio dell'intera disciplina.

In questo scenario occorre vedere come si inseriranno i “consulenti robot” (*roboadvisor* o *roboadvice* <sup>31</sup>), su cui l'ESMA ha concluso nel dicembre 2016 una ricognizione, cioè piattaforme informatiche ma con intervento umano di consulenza che indirizzano l'investitore secondo logiche di reddito atteso in funzione delle caratteristiche del cliente <sup>32</sup>. Il settore è in grande crescita ma va evidentemente normato <sup>33</sup>.

In sintesi, a regime, dovremmo quindi trovare almeno tre diverse figure di consulenza, oltre a quella di tipo creditizio:

- a. Quella prestata dagli ex promotori finanziari con un contratto di rete sottoscritto con un intermediario (che risponde solidalmente) per la quale continua ad essere consentito il percepimento di *inducements* se finalizzati a migliorare la qualità del servizio offerto al cliente. Potremmo chiamarla consulenza di tipo tradizionale, solo molto parzialmente indipendente.
- b. Quella prestata dai consulenti indipendenti remunerata direttamente dal cliente (c.d. *fee only*), consulenza indipendente, come quella prestata dall'avvocato, (peraltro soggetta ad alcune limitazioni per tipologia di strumenti finanziari non molto comprensibile) <sup>34</sup>. Avrà successo in Italia? Lo avrà nelle reti? E' matura la clientela per apprezzarne gli aspetti qualificanti?
- c. Quella prestata tramite utilizzo di algoritmi c.d. robotizzata”, *robo advice* <sup>35</sup> (magari con una supervisione “umana”).

La consulenza, infine, può essere prestata individualmente o da parte di Società di consulenza finanziaria.

---

<sup>31</sup> Consulenza automatizzata.

<sup>32</sup> CRISCIONE, *I robo-advisor restano una realtà ibrida* in *Plus24*, 31.12.2016, 16.

<sup>33</sup> INCORVATI, *Chi ha paura di essere travolto dall'onda Fintech* in *Plus24*, 13.5.2017, 21.

<sup>34</sup> URSINO, *Il paradosso che incombe sui consulenti fee only* in *Plus24*, 1.7.2017, 16. Il paradosso cui si allude risiede nel fatto che, viene ristretto il bacino operativo quando, con l'Albo, i consulenti saranno maggiormente vigilati.

<sup>35</sup> Meno costosa, probabilmente, della tradizionale advisory e che potrebbe generare interessanti fee (CARLINI, *FinTech, Morgan Stanley investe nel robo-advisory* in *Il Sole 24 Ore*, 2.1.2018, 24).

### 3. La product governance

L'ESMA il 7 febbraio ed il 27 marzo 2014 aveva emanato due *opinion* in ordine alle cautele ed ai presidi organizzativi e di controllo circa la distribuzione di prodotti finanziari complessi e, prima ancora, alla fase della ideazione e progettazione (c.d. *product governance*)<sup>36</sup> che si inseriscono nell'attuale dettato della MIFID ma che devono coordinarsi con il disposto della MIFID 2 la quale già di per sé richiede l'adozione di regole organizzative per il lancio e la distribuzione dei prodotti<sup>37</sup> dopo aver sancito la separazione tra distribuzione e produzione<sup>38</sup>. Cambiando il modello distributivo, cambierà il modello retributivo e, conseguentemente, la strategia degli intermediari. La distribuzione diventa un nuovo processo che parte dal *target market*<sup>39</sup> per poi proporlo in forma di adeguatezza. I canali distributivi dovranno essere rivisti o quanto meno riorganizzati ma, soprattutto, per chi costruisce prodotti di investimento occorre una nuova logica di pianificazione dell'attività che deve partire dall'analisi della base di clientela a cui proporre le proprie competenze specifiche<sup>40</sup>. L'ESMA, in particolare, attira

---

<sup>36</sup> Sono sostanzialmente degli obblighi di tipo organizzativo che richiamano alle migliori prassi che incombono, in primis, sul c.d. manufacturer il quale dovrà dotarsi di un vero e proprio processo di approvazione del prodotto che riconduce ad un comitato munito di incarichi direttivi. Qualora la product governance in qualche caso non dovesse funzionare la Vigilanza può intervenire ritirando dal mercato lo specifico prodotto (product intervention) pur nel rispetto di una serie di requisiti previsti dalla MIFID 2 (CRISCIONE, *L'Esma mette sotto la lente le lacune della Mifid 2* in *Plus24*, 21.1.2017) con riferimento al fatto che non ogni soggetto emittente o progettista è assoggettato alla disciplina contenuta nella direttiva o anche assoggettato parzialmente (come le SGR). In tema, esaminando il legame tra la product intervention e la product governance, si veda anche FRANZA, *La "product intervention" del mondo MIFID II/MIFIR* in *dirittobancario.it* dicembre 2017). La direttiva IDD (2016/97) prevede anche la nuova figura del manufacturer de facto (intermediario produttore) detagliata dall'EIOPA con il technical advice on possible delegated act concerning the insurance distribution directive dell'1.2.2017 con la conseguenza che a questi soggetti si applicano i presidi in materia di governo e controllo dei prodotti. L'IVASS ha conseguentemente pubblicato un documento di consultazione (n. 1/2017) concernente lo schema di lettera al mercato in merito all'applicazione degli orientamenti EIOPA sui citati prodotti (CUNIAL – ARATO, *L'intermediario assicurativo produttore (c.d. manufacturer de facto) nel quadro dell'IDD* in *dirittobancario.it*, 2017).

<sup>37</sup> Sul piano dell'informativa da fornire alla clientela, specie nella fase di mercato primario e per le operazioni negoziate in conto proprio, le indicazioni dell'ESMA (cfr. paragrafi da n. 28 a n. 30 della menzionata *Opinion* del 7 febbraio 2014) andranno declinate con l'evidenziazione separata di ogni costo, anche implicito (*mark-up*), del prodotto e del suo *fair value*, nonché con la puntuale rappresentazione del rischio di credito, del rischio di mercato e del rischio di liquidità e di ogni altra tipologia di rischio rilevante per lo specifico investimento. Sulla scorta di quanto previsto dall'*Opinion* "Structured Retail Products" (cfr. paragrafi da n. 32 a n. 34 dell'*Annex 1*), le metodologie applicate per la determinazione delle richiamate informazioni saranno coerenti con i criteri ed i modelli impiegati dagli intermediari a "fini interni" per la valutazione dei prodotti finanziari nel portafoglio di proprietà, per la redazione del bilancio o per finalità di gestione del rischio, nonché per le analisi eventualmente compiute in fase di costruzione della gamma dei prodotti da emettere od offrire alla clientela. Anche la determinazione dei prezzi sul mercato primario e secondario scaturirà dall'applicazione di solide metodologie coerenti con i richiamati metodi "interni". Una particolare attenzione andrà posta sulle modalità di vendita sul web.

<sup>38</sup> MAGNA, *Dalla riforma della Mifid un new deal per il settore* in *Plus24*, 10.6.2017, 22.

<sup>39</sup> MOCCI – FACCHINI, *Product governance: le linee guida ESMA di definizione del target market* in *dirittobancario.it*, luglio 2017.

<sup>40</sup> REDAELLI, *Ok, l'investimento è giusto. Dal 2018 decide chi lo crea* in *Plus24*, 30.10.2017, 5.

l'attenzione dei regolatori nazionali sulle misure che gli intermediari devono adottare sin dalle fasi di *design*/sviluppo o selezione dei prodotti finanziari connotati da profili di complessità. Si parla appositamente di un processo di *design* dei prodotti guidato dalla domanda e di un approfondito scambio di informazioni con i distributori e di monitoraggio durante la vita del prodotto. Come già anticipato, la direttiva delegata 2017/593 pubblicata il 31.3.2017 prevede obblighi di *governance* dei prodotti agli articoli 9 e 10. Nel citato provvedimento, agli obblighi di *governance* fanno seguito immediato i 3 articoli sugli incentivi a riprova di quanto importante venga considerata la connessione logica tra queste due materie. Infine, l'ESMA, con documento del 2.6.2017 - tra le altre cose - sembra finalmente proporre il c.d. "approccio di portafoglio" da vedersi in ottica di diversificazione sganciandosi dalla logica del singolo prodotto: ne discende la possibilità che - in tema di VAR di portafoglio - un singolo strumento, atomisticamente valutato, risulterebbe inadeguato ma sarebbe adeguato nella comprensione dell'insieme degli strumenti e prodotti finanziari <sup>41</sup>. Ciò non esclude, peraltro, che in sede di distribuzione del prodotto non venga effettuato il test di adeguatezza.

In questo contesto si può vedere come i concetti di *inducement*, conflitto di interessi, adeguatezza, remunerazione della catena distributiva possano trovare una logica e corretta visione di insieme così come anche la auspicata "separazione normativa" del cliente "private", una volta a regime, quale figura intermedia tra quello al dettaglio e quello professionale, sinora ignorato dalla disciplina MIFID pur rappresentando in Italia un segmento estremamente significativo di investitori <sup>42</sup>.

L'EIOPA ha parallelamente pubblicato in data 11.12.2017 una Opinion <sup>43</sup> contenente una serie di raccomandazioni volte a rafforzare la tutela dei consumatori nel settore delle polizze vita di tipo unit linked ponendo l'attenzione sul rischio di conflitto di interessi derivante dalle remunerazioni e dagli incentivi monetari tra imprese di assicurazione e società di *asset management*. L'EIOPA ha inoltre pubblicato la traduzione degli Orientamenti - ai sensi della IDD - relativi ai prodotti di investimento assicurativi (tutti) che incorporano una struttura che rende difficoltoso per il cliente capire il rischio assunto.

#### 4. Conclusione

Il quadro complessivo che ne esce - a regime - non è certo molto lineare. Tre regolatori (visti gli accenni alla disciplina consumeristica) e tre corpi di normative paiono francamente troppi.

L'istituzione dell'albo unico rappresenta un primo passo significativo. Si apprezza la tendenza ad uniformare il concetto di consulenza indipendente ancorché le differenti

---

<sup>41</sup> CRISCIONE, *E' il portafoglio che "decide"* in *Plus24*, 10.6.2017, 24.

<sup>42</sup> In tal senso è il pensiero di Luca Zitiello riportato da CRISCIONE in *Con la product governance target ad hoc per il private banking* in *Il Sole 24 Ore*, 14.2.2017.

<sup>43</sup> Opinion on monetary incentives and remuneration between providers of asset management services and insurance undertaking.

discipline siano eccentriche rispetto ai criteri che rendono leciti la remunerazione e gli *inducement*. Non è del tutto chiaro se esistano due o più forme di consulenza; sicuramente sono di più se consideriamo l'ambito strettamente bancario.

Esistono, sicuramente, rilevanti problemi di coordinamento che vanno affrontati, a partire dal regolamento Ivass n. 6/2014, ad esempio. Forse, partendo dalla disciplina di secondo grado, si può compiere un ulteriore passo verso una più che auspicabile armonizzazione di sistema. Se i regolatori utilizzassero lo strumento del regolamento congiunto, potrebbe essere la strada migliore.