

APPROFONDIMENTI

# La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy

Luglio 2023

**Francesco Mocci**, Partner, Zitiello Associati



**Francesco Mocci**, Partner, Zitiello Associati

**> Francesco Mocci**

Francesco Mocci si occupa di diritto bancario e dei mercati finanziari, fornendo consulenza agli intermediari in ogni aspetto del loro business, dalla fase di set up alle operazioni straordinarie e all'assistenza day to day (esame di fattispecie particolari, contrattualistica, lancio di nuovi prodotti). Ha inoltre maturato una notevole esperienza nel contenzioso specialistico e ha affiancato gli intermediari in importanti procedimenti giudiziari e sanzionatori avanti alla magistratura, agli arbitri e alle autorità di vigilanza.

1. La tormentata storia degli *inducement* tra MiFID I e MiFID II - 2. Il dibattito sul possibile divieto degli incentivi - 3. La complessa soluzione ipotizzata nell'ambito della *Retail Investment Strategy*

**1. La tormentata storia degli *inducements* tra MiFID I e MiFID II**

La prima regolamentazione degli incentivi pagati o percepiti nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento risale oramai a diciannove anni orsono, quando è stata pubblicata la direttiva 2004/39/CE (la "direttiva MiFID I").

Prima di allora, il tema era affrontato solo sul piano del conflitto di interessi che poteva sorgere tra l'intermediario, potenzialmente condizionato dalla prospettiva di ricevere un guadagno da un soggetto terzo, e il cliente. Il tutto si risolveva però, nella pratica, in una generica descrizione delle macro-ipotesi di conflitto al cliente, che ne prendeva atto e sbrigativamente acconsentiva all'esecuzione dell'operazione: era il noto meccanismo del "*disclose or abstain*", una sorta di traduzione nel mercato finanziario del principio del consenso informato. La soluzione non poteva funzionare, e infatti non ha funzionato. Se pensiamo all'ipotesi più ricorrente, quella del collocamento di strumenti finanziari, la norma consentiva ai distributori di limitarsi ad avvertire il cliente che avrebbero potuto essere pagati dalla società-prodotto, e nulla più.

La direttiva MiFID I ha quindi avuto il grande merito di far emergere in modo chiaro il fenomeno degli *inducement*, oggetto di una doppia disciplina. Accanto alle regole in tema di conflitto di interessi, si stabiliva un divieto generale di pagamento / percezione degli incentivi, che subiva tuttavia tre grandi eccezioni, menzionate dall'art. 26 della direttiva di secondo livello (2006/73/CE) e, nel nostro Paese, dall'art. 52 dell'allora vigente Regolamento Intermediari della Consob (16190/2007). Erano infatti consentiti:

- gli incentivi pagati o forniti a o da un cliente;
- gli incentivi pagati o forniti a o da un terzo, se: (i) fosse stata effettuata la *disclosure* al cliente; (ii) vi fosse stato un accrescimento della qualità del servizio; (iii) non si fosse un ostacolo all'adem-

pimento degli obblighi di servire al meglio gli interessi del cliente;

- le c.d. “*proper fees*”, ovvero le competenze necessarie alla prestazione del servizio (costi di custodia, di regolamento, etc.).

Se le premesse teoriche erano corrette<sup>1</sup>, l'applicazione pratica è stata purtroppo deludente.

La direttiva MiFID I si accontentava di precisare i criteri di ammissibilità senza particolari specificazioni, con la conseguenza che, specie con riguardo alla seconda ipotesi (quella degli incentivi pagati o forniti da un terzo, come i comuni *rebates* commissionali), il mercato si è allineato su standard non particolarmente ambiziosi.

In particolare, l'accrescimento della qualità del servizio veniva sovente individuato nella stessa possibilità di offerta del prodotto al cliente: in difetto del pagamento del distributore da parte della società prodotto, si sosteneva, il cliente non avrebbe potuto di fatto accedere allo strumento finanziario. Il ragionamento aveva una sua dignità (come si dirà anche *infra*, è del tutto normale che il distributore venga pagato per l'attività di selezione, marketing e vendita del prodotto), ma si risolveva in un'interpretazione molto piatta della norma.

Anche il requisito della *disclosure* era, alla prova concreta, alquanto vago. Benché, difatti, la norma richiedesse di comunicare al cliente, prima della prestazione del servizio di investimento o accessorio, l'esistenza, la natura e l'importo (ovvero il metodo di calcolo) degli incentivi, per rispettare tale prescrizione, era sufficiente, nei fatti, comunicare al cliente “i termini essenziali” degli accordi conclusi, per giunta “in forma sintetica”, lasciando di fatto al cliente stesso l'onere di chiedere all'intermediario maggiori dettagli, come del resto concesso dalla stessa disposizione normativa.

Inoltre, non era previsto alcun obbligo di rendicontare periodicamente all'investitore gli incentivi pagati

<sup>1</sup> Sotto il regime di MiFID I, molto rilevanti in materia di *inducements* sono stati i lavori del *Committee of European Securities Regulators* (c.d. CESR), il quale ha in particolare emanato i documenti: (i) “*Inducements under MiFID*” (CESR/07-228b), aventi ad oggetto raccomandazioni sul tema, elaborate ad esito di due pubbliche consultazioni; e (ii) “*Inducements: Report on good and poor practices*” (CESR/10-295), in cui il CESR ha fornito indicazioni su quali tipi di comportamenti dovessero essere incoraggiati o scoraggiati.

o percepiti.

In definitiva, nonostante i passi avanti, il cliente continuava a non avere una compiuta percezione dell'esistenza degli incentivi.

Si è così arrivati al quadro normativo oggi vigente, imperniato, a livello europeo, sulla direttiva 2014/65/UE (la “direttiva MiFID II”), sulla direttiva delegata 2017/593/UE e sul Regolamento (UE) 2017/565, nonché, in Italia, sul “nuovo” Regolamento Intermediari (20307/2018).

Sul piano definitivo, la direttiva MiFID II non modifica le previsioni del precedente provvedimento.

Una grande novità è però rappresentata dal divieto assoluto di percezione degli incentivi in caso di prestazione del servizio di gestione di portafogli (in Italia la prassi era già in questa direzione) e del servizio di consulenza indipendente, sancito dall'art. 24, commi 7 e 8, della direttiva.

In questi casi, se l'intermediario gestore / consulente percepisce pagamenti dalle case prodotte, è tenuto a trasmetterli senza indugio al cliente, senza operare compensazioni con il corrispettivo dovuto dal cliente: è quindi necessario un pagamento a parte, di modo che il cliente abbia chiara contezza del titolo del versamento.

Sono ammissibili solo benefici non monetari di entità minima.

Quanto agli altri servizi di investimento, la direttiva ripropone lo stesso schema della direttiva precedente.

La specifica disciplina delle condizioni di ammissibilità degli incentivi ricevuti da o pagati a un terzo è completata dall'art. 11 della direttiva delegata (recepito in Italia dall'art. 53 del Regolamento Intermediari).

In particolare, il necessario requisito dell'innalzamento della qualità del servizio si considera rispettato quando sono soddisfatte tutte e tre le seguenti sub-condizioni:

- 1) prestazione di un servizio aggiuntivo o di un livello superiore di servizio per il cliente, proporzio-

nale agli incentivi ricevuti (quindi, si dice esplicitamente che un incentivo alto sarà giustificato solo da un livello di servizio alto);

- 2) gli incentivi non offrono vantaggi diretti all'impresa interessata, ai suoi azionisti o dipendenti senza beneficio tangibile per il cliente interessato;
- 3) gli incentivi continuativi sono giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente.

La direttiva delegata specifica che l'assolvimento degli obblighi in parola è obbligatorio fino a quando l'intermediario continui a pagare o percepire l'incentivo.

Il requisito della prestazione di un servizio aggiuntivo o di un livello superiore di servizio per il cliente (c.d. "quality enhancement test") si potrà presumere soddisfatto in alcune ipotesi (non tassative):

- (a) la prestazione di consulenza non indipendente e accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti finanziari non di casa;
- (b) la prestazione di consulenza non indipendente e l'offerta al cliente, su base almeno annuale, della valutazione periodica di adeguatezza oppure l'offerta di un altro servizio continuativo di valore per il cliente come la consulenza generica;
- c) l'accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti finanziari di terzi, e la fornitura di altri servizi quali (cfr. art. 53, comma 1 del Regolamento Intermediari):
  - strumenti a valore aggiunto, quali strumenti di informazione oggettivi che assistono il cliente nell'adozione di scelte di investimento o consentono al medesimo di monitorare, modellare e regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito; o
  - rendiconti periodici sulla performance, nonché sui costi e oneri connessi agli strumenti finanziari.

Il servizio aggiuntivo o di livello superiore dovrà, peraltro, essere coerente e proporzionale all'entità degli incentivi ricevuti: se il valore aggiunto non è proporzionale al livello degli incentivi ricevuti, il servizio non dovrebbe essere considerato come migliorativo della qualità.

La proporzionalità dei miglioramenti della qualità dei servizi rispetto al livello degli incentivi ricevuti deve essere valutata anche nei casi in cui i servizi aggiuntivi o di livello superiore rientrino tra quelli tipizzati dalla normativa.

Dal punto di vista organizzativo la direttiva delegata (cfr. art. 11, par. 4) così come il Regolamento Intermediari (cfr. art. 53, comma 4) impongono la ricostruibilità a posteriori dei ragionamenti effettuati dall'intermediario per considerare legittimi gli incentivi, con particolare riguardo al superamento del *quality enhancement test* per gli *inducement* pagati o ricevuti da terzi.

Due sono i presidi imposti:

- la tenuta di un elenco interno di tutti gli onorari, le commissioni e i benefici non monetari ricevuti dall'intermediario da parte di terzi;
- la registrazione delle modalità per le quali gli incentivi pagati o ricevuti a o da terzi abbiano migliorato la qualità del servizio e non abbiano distolto l'intermediario dal dovere di servire al meglio gli interessi della clientela.

La direttiva MiFID II, in tema di *disclosure* degli incentivi pagati a o ricevuti da un terzo, si pone sulla stessa linea della direttiva precedente. Manca però lo "sconto" che era previsto dall'ultimo paragrafo dell'art. 26 della direttiva 2006/73/CE, che era stato puntualmente recepito nell'art. 52 del Regolamento Intermediari 16190/2007, secondo cui "Gli intermediari... possono comunicare i termini essenziali degli accordi conclusi in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie, in forma sintetica, comunicando ulteriori dettagli su richiesta del cliente".

La direttiva delegata (art. 11, par. 5) e il Regolamento Intermediari (art. 53, comma 5) riempiono poi di contenuti la *disclosure*:

- *ex ante*, le informazioni sugli incentivi vanno fornite in modo completo e dettagliato, ad eccezio-

ne degli incentivi non monetari minori (che possono essere indicati anche in modo generico); gli altri incentivi monetari, invece, vanno quantificati e indicati separatamente;

- *ex post*, l'intermediario, qualora non sia stato in grado *ex ante* di quantificare gli incentivi e si sia limitato a comunicare al cliente il metodo di calcolo, deve indicare al cliente l'esatto ammontare degli incentivi percepiti o pagati;
- almeno una volta l'anno, in caso di incentivi pagati o percepiti nel continuo, l'intermediario deve informare il cliente l'esatto importo degli incentivi ricevuti o pagati nel periodo di riferimento (solo in relazione agli incentivi non monetari minori, la *disclosure* potrà essere generica).

La regolamentazione degli incentivi si chiude con il riferimento all'art. 24, paragrafo 4, lett. c), della Direttiva 2014/65/UE e, soprattutto, all'art. 50 del Regolamento Delegato (cfr. anche art. 53, comma 6 del Regolamento Intermediari).

Per effetto di tali rinvii, la disciplina della *disclosure* degli incentivi deve coordinarsi con le previsioni specifiche in tema di costi e oneri, che rappresentano una delle più rilevanti (e impattanti) novità della MiFID II<sup>2</sup>.

In linea generale, è comunque utile sottolineare come gli incentivi siano oramai considerati dal legislatore comunitario come una vera e propria componente del prezzo finale del servizio o del prodotto che il cliente sostiene.

È questa, probabilmente, la vera rivoluzione della direttiva MiFID 2: far comprendere al cliente che i *rebates* commissionali, formalmente pagati dalle società prodotto al distributore, sono in realtà pagati dal cliente finale, che solo apparentemente non versa nulla all'intermediario che gli ha consigliato od offerto i prodotti finanziari.

<sup>2</sup> In proposito, si consideri che l'ESMA nell'ambito delle Q&A in tema di *investor protection*, alla sezione 9 "*Information on costs and charges*", Answer n. 13, ha fornito, tramite una tabella, un esempio grafico di rappresentazione dei costi, indicando, quali voci da evidenziare separatamente in ciascuna riga della tabella, i costi di servizio, i costi di prodotto e gli *inducements*; tali voci di costo vengono poi aggregate nella riga finale della tabella.

## 2. Il dibattito sul possibile divieto degli incentivi

Il 17 luglio 2019, l'ESMA – a seguito del mandato conferito dalla Commissione – ha pubblicato una *Call for evidence* avente ad oggetto l'impatto sul mercato dei requisiti di trasparenza previsti dalla direttiva MiFID II in tema di *inducement* e *costs and charges*. Dopo una sommaria ricostruzione della normativa di riferimento e l'illustrazione delle specifiche aree più meritevoli di attenzione, l'Autorità ha formulato una serie di quesiti, otto per gli incentivi e dieci per i costi e oneri<sup>3</sup>.

Delle quarantatré risposte complessive, sei sono pervenute da soggetti italiani, tutte associazioni di categoria di intermediari, consulenti finanziari e reti distributive.

Il 31 marzo 2020 l'ESMA ha pubblicato il proprio *Final Report*, che rappresenta il parere tecnico reso alla Commissione<sup>4</sup>.

Con riferimento agli incentivi l'ESMA ha confermato la duplice rilevanza degli stessi sia sotto il profilo dei conflitti di interessi, in quanto potenzialmente in grado di deviare i comportamenti degli intermediari alla ricerca del prodotto, non necessariamente migliore, in grado di assicurare i maggiori ristorni, sia sotto il profilo dei costi e oneri, dal momento che gli incentivi sono riconosciuti quali costi indiretti gravanti sul cliente finale.

ESMA poi, con riferimento al *quality enhancement test* e ai tre criteri che devono essere congiuntamente soddisfatti perché un incentivo sia lecito ha precisato che tali criteri rappresenterebbero solo degli esempi e lascerebbero agli intermediari lo spazio per individuare altre modalità per aggiungere qualità al servizio reso alla clientela. Tuttavia, secondo ESMA, nulla impedisce che si possa giungere a stilare un elenco tassativo dei criteri di innalzamento della qualità del servizio, una volta effettuata una

<sup>3</sup> cfr. *Call for Evidence "Impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II"* (ESMA35-43-1905) reperibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-impact-inducements-and-costs-and-charges-disclosure>.

<sup>4</sup> cfr. *Final Report "ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II"* (

rigorosa e profonda analisi di mercato.

Il punto principale del documento di ESMA riguarda la valutazione della possibilità di vietare gli incentivi *tout court*, non solo per la gestione di portafogli e la consulenza su base indipendente, ma per tutti i servizi di investimento (scelta già operata da Regno Unito e Paesi Bassi).

L'istanza è stata avanzata in particolare da un'associazione dei consumatori, che ha sottolineato come solo il costo diretto dei servizi appare chiaramente al cliente, mentre i meccanismi di trasparenza dei costi indiretti sono insufficienti per orientare in modo efficiente le scelte dei clienti, i quali non hanno un'alfabetizzazione finanziaria sufficiente e tendono a farsi condizionare da altri elementi, come il rapporto fiduciario instaurato con il proprio consulente.

L'ESMA dà atto dei buoni risultati portati dal *ban* degli incentivi in Inghilterra e Olanda, ove i prezzi dei prodotti si sono abbassati, considerato che le case prodotte non devono più retribuire i distributori retrocedendo loro una quota parte dei propri corrispettivi e la concorrenza ne ha quindi beneficiato.

Tuttavia, l'ESMA ha evidenziato che altri Paesi hanno strutture di mercato diverse e che se i distributori non sono remunerati in via indiretta, non è così scontato che lo facciano facendosi pagare una *fee* di consulenza dal cliente.

Infatti, nei Paesi (come l'Italia) con una struttura di mercato c.d. banca-centrica, ossia dove i principali distributori di prodotti finanziari sono le banche, queste potrebbero essere incentivate a operare in regime di architettura chiusa, offrendo solo prodotti di casa o di società del gruppo di appartenenza. Ciò perché trarrebbero vantaggi a livello di guadagno sulla vendita dei prodotti, sia direttamente, sia indirettamente a livello di riscossione di utili della società prodotta controllata.

Se oggi, al contrario, siamo in un contesto di mercato caratterizzato da un'architettura aperta, è proprio la disciplina degli incentivi a garantirlo, spingendo gli intermediari, per rendere leciti gli *inducement*, a "dare accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un numero appropriato di strumenti di fornitori terzi di prodotti che non hanno legami stretti con l'impresa di investimento", come si è visto. Se gli incentivi fossero vietati, lo scenario probabilmente cambierebbe, perché i distributori potrebbero cercare altrove redditività, quantomeno a livello di gruppo. E nessuna norma lo impedireb-

be, se il distributore fosse chiaro nel restringere l'offerta a prodotti *captive*.

Pertanto, l'ESMA suggerisce alla Commissione di non bandire gli incentivi, ma di effettuare un'indagine di mercato per comprendere appieno le possibili conseguenze di una simile, deflagrante, decisione.

Il possibile divieto di incentivi è quindi finito al centro del dibattito a livello europeo: le Istituzioni hanno valutato l'opportunità di introdurre tale generale divieto di *inducements*.

In particolare:

- nell'ottobre 2022, alcuni membri del Parlamento europeo hanno formulato una proposta di modifica (emendamento n. 37) dell'attuale art. 24 della MiFID II al fine di vietare *tout court* gli *inducement*, a prescindere dal servizio di investimento prestato e dunque anche in caso di prestazione del servizio di consulenza non indipendente<sup>5</sup>;
- nel dicembre 2022, la Commissaria europea per i servizi finanziari McGuinness, in una lettera indirizzata a un europarlamentare, ha evidenziato i benefici che il divieto di *inducement* avrebbe determinato per gli investitori. In particolare, la Commissaria si è espressa sull'impatto (positivo) in termini di costi che il divieto di *inducement* avrebbe prodotto per i clienti. Ad esito di uno studio realizzato per la Commissione europea sarebbe infatti emerso che i prodotti per i quali vengono pagati incentivi siano circa 1/3 più costosi degli altri<sup>6</sup>;
- a gennaio 2023, la Commissaria ha ribadito la medesima posizione in occasione di un'audizione al Parlamento europeo, lasciando tuttavia intendere che la discussione e la valutazione fossero ancora in corso e la proposta di divieto potesse essere sostituita da una proposta di maggiore

<sup>5</sup> cfr. Proposta del *Committee on Economic and Monetary Affairs* reperibile all'indirizzo [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-AM-737327\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-AM-737327_EN.pdf)

<sup>6</sup> <https://www.reuters.com/business/finance/eu-financial-services-chief-favours-banning-sales-inducement-investment-2023-01-06/>; <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/germany-austria-lobby-eu-not-to-ban-inducement-based-financial-advice/>.

trasparenza<sup>7</sup>;

- Il Ministro delle Finanze tedesco è intervenuto nel dibattito manifestando opposizione al divieto totale di *inducement* in quanto ciò avrebbe determinato una grave battuta d'arresto per il mercato dei capitali dell'Unione europea e limitato la scelta per i consumatori<sup>8</sup>;
- anche il Ministro delle Finanze austriaco si è schierato nello stesso senso, evidenziando il rischio per i consumatori di non essere più in grado di accedere a servizi di livello superiore<sup>9</sup>;
- medesima posizione è stata assunta dalle associazioni di categoria degli intermediari. In particolare, l'ABI si è espressa sostenendo che, al più, l'attuale disciplina in materia di *inducement* avrebbe potuto essere resa più efficiente, anche attraverso interventi normativi alternativi all'ipotesi di un divieto generalizzato di incentivi. Il Direttore generale di ABI ha peraltro evidenziato che il costo totale sopportato dagli investitori (comprensivo sia di costi di prodotto che costi di servizio) nel modello *fee based* e nel modello *commission based* risulterebbero equivalenti<sup>10</sup>.

Volendo sintetizzare gli argomenti a favore e contro il *ban* degli incentivi, occorre partire dall'abbassamento dei costi dei prodotti, a tutto vantaggio della clientela, che si determinerebbe in caso di divieto. Gli emittenti/produttori, infatti, non dovrebbero più considerare, nel prezzare il prodotto, la quota da retrocedere alla rete distributiva e il costo finale ne beneficerebbe.

Non manca, in questo ragionamento, una buona dose di demagogia. È infatti ovvio che vietando gli *inducement* i prodotti costerebbero meno, ma non è affatto detto che i clienti spenderebbero, alla prova dei fatti, meno di prima.

<sup>7</sup> [https://multimedia.europarl.europa.eu/en/webstreaming/committee-on-economic-and-monetary-affairs\\_20230124-0900-COMMITTEE-ECON](https://multimedia.europarl.europa.eu/en/webstreaming/committee-on-economic-and-monetary-affairs_20230124-0900-COMMITTEE-ECON).

<sup>8</sup> <https://www.reuters.com/world/europe/germany-joins-battle-against-eu-ban-financial-product-commission-2023-01-16/#:~:text=Lindner%20said%20in%20a%20letter,German%20insurance%20market%2C%20he%20said>.

<sup>9</sup> <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/germany-austria-lobby-eu-not-to-ban-inducement-based-financial-advice/>

<sup>10</sup> cfr. "Il divieto UE sulle commissioni allontana il risparmio dal mercato", Milano Finanza, 18 gennaio 2023.

Il divieto di *inducement* determinerebbe l'inevitabile passaggio da un modello distributivo in cui il cliente non paga direttamente per la distribuzione di un prodotto e per la consulenza prestata dall'intermediario (essendo quest'ultimo remunerato tramite i *rebates* commissionali dalle società prodotto) a un sistema *fee only*, basato sul pagamento da parte del cliente di una commissione specifica da corrispondere al collocatore.

L'intervento del distributore, invero, andrebbe comunque remunerato: sia che questi si limiti al puro collocamento e all'assistenza post-vendita basilare, sia che associ alla distribuzione anche un'attività consulenziale, di basso o alto valore aggiunto. Non è infatti pensabile che un intermediario venda e/o raccomandi prodotti di terzi gratis, sostenendo i costi vivi e di *compliance* e remunerando a sua volta la propria rete senza alcuna gratificazione economica.

Il confronto andrebbe quindi effettuato non, semplicisticamente, tra il costo del prodotto senza incentivi e il costo del prodotto con gli incentivi, ma tra l'esborso sostenuto complessivamente dal cliente nei due scenari, tenendo conto anche delle commissioni che, in caso di divieto degli incentivi, dovrebbero essere pagate all'intermediario collocatore.

Un rischio evidenziato da chi contesta il divieto degli *inducements* è inoltre rappresentato dal peggioramento della qualità dei servizi offerti dagli intermediari in ragione del fatto che molti risparmiatori non si avvarrebbero più del servizio di consulenza, in quanto solo una minoranza di soggetti sarebbe disposta a pagare direttamente per la prestazione di tale servizio. Ciò determinerebbe un aumento del "fai da te" e della (non auspicabile) prestazione da parte degli intermediari dei soli servizi esecutivi.

I dati emersi ad esito dell'analisi condotta da Consob nei mesi di giugno e luglio 2022 relativa a "L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane" su un campione rappresentativo degli investitori italiani ha confermato tale possibile rischio.

Infatti, il Rapporto 2022 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane ha evidenziato che solo il 35% del campione è consapevole del fatto che la consulenza è un servizio a pagamento, mentre circa il 60% ha dichiarato di non essere disposto a pagare per tale servizio.

Considerando la complessità delle scelte di investimento, che richiedono per gli investitori dotati di mi-

nore competenza ed esperienza una costante assistenza professionale, il passaggio a un mondo senza consulenza e fondato sulle decisioni autonome degli investitori al dettaglio possa rappresentare un pericolo per il corretto funzionamento del mercato finanziario.

Inoltre, anche ad immaginare che il cliente decida di non avvalersi del supporto consulenziale dell'intermediario, dovrà comunque pagare il distributore per il servizio reso: il che sarebbe obiettivamente una stranezza, perché non constano settori merceologici dove il cliente paga separatamente il fabbricante di un prodotto e il suo venditore.

Infine, un altro punto controverso riguarda i benefici in termini di chiarezza per la clientela che si otterrebbero in caso di divieto degli incentivi. Sotto quest'angolo visuale, si potrebbe sostenere che il processo distributivo ne guadagnerebbe in trasparenza, perché i clienti sarebbero finalmente in grado di distinguere il costo effettivo del prodotto dal costo dell'intermediario venditore/consulente e così decidere con cognizione di causa da chi acquistare il prodotto.

Si potrebbe però obiettare che l'obiettivo è già assicurato dall'attuale quadro normativo. La disciplina della trasparenza dei costi e oneri di un investimento, sia *ex ante* che *ex post*, prevede infatti l'obbligo per i distributori di indicare separatamente il costo del prodotto e il costo del servizio e, soprattutto, di specificare con chiarezza il *quantum* degli incentivi: il tutto utilizzando una tabella molto semplice, predisposta dall'ESMA<sup>11</sup>. Insomma, già oggi i clienti sono in grado di isolare i costi di distribuzione dei vari intermediari confrontandoli tra loro.

In verità, il meccanismo potrebbe certamente essere migliorato, stabilendo criteri ancora più dettagliati e uniformi per la *disclosure* dei costi, magari sulla falsariga di quanto avviene nel mondo bancario con la formula del TAEG; e, in ogni caso, manca un sistema che consenta la comparazione *ex ante*, sulla base di dati resi sostanzialmente pubblici, dei costi di massima applicati dai distributori, come invece avviene con la trasparenza bancaria.

Il dibattito, in definitiva, appare polarizzato tra sostenitori e contestatori del divieto degli incentivi, ma

<sup>11</sup> Cfr. Q&A ESMA in tema di *investor protection*, Sezione 9 "Information on costs and charges", Answer n. 13.

nessuno degli argomenti spesi a favore dell'una o dell'altra tesi appare decisivo, o così almeno è parso al legislatore europeo, che ha deciso di adottare un approccio laico alla materia, come si dirà appresso.

### 3. La complessa soluzione ipotizzata nell'ambito della *Retail Investment Strategy*

In data 24 maggio 2023, la Commissione ha pubblicato una proposta di direttiva volta a rafforzare la tutela degli investitori al dettaglio, nell'ambito della *Retail Investment Strategy*.

La direttiva dovrebbe modificare, contemporaneamente, la direttiva 2014/65/UE (MiFID 2); la direttiva 2016/65/UE (IDD); la direttiva 2009/65/UE (UCITS); la direttiva 2011/61 (AIFMD) e la direttiva 2009/138 (Solvency II).

Nella Relazione introduttiva, la Commissione prende innanzitutto atto dei risultati insufficienti ottenuti con l'adesione alla c.d. "filosofia della trasparenza": la semplice ostensione alla clientela dell'ammontare degli incentivi e delle ipotesi di conflitto di interesse non si è rivelata idonea a colmare il *gap* informativo tra intermediari e clienti e a far fronte ai potenziali conflitti di interesse. Non è una novità, già con la MiFID II si era assistito a un ripensamento del modo di approcciarsi agli obblighi di trasparenza, facendoli precedere, o affiancandoli, da divieti e regole bloccanti, come nel caso della disciplina sulla *product governance*. Sorprende piuttosto che la critica investa anche la regolamentazione vigente degli incentivi, che già oggi, come si è illustrato *supra*, non è limitata a regole di trasparenza ma impone agli intermediari divieti e obblighi di miglioramento della qualità dei servizi resi alla clientela a fronte della percezione degli *inducement*.

La Commissione accenna poi al dibattito insorto circa il possibile divieto di incentivi. La valutazione di impatto effettuata, ci viene riferito, ha dato come risultato che "il divieto totale (di percezione degli incentivi, NdR) a livello dell'UE sia la misura più efficace per eliminare o ridurre sensibilmente i potenziali conflitti di interessi, in quanto agirebbe su un'importante fonte di pregiudizio per i consumatori".

Tuttavia, si prende atto del fatto che un divieto immediato e totale degli incentivi avrebbe effetti imprevedibili sui sistemi distributivi esistenti. Per questo motivo, si propone un approccio graduale, con applicazione di una nuova serie di misure che, si spera, possano portare a ridurre i conflitti di interesse e migliorare la tutela del cliente finale: il tutto con impatti sugli intermediari meno drastici.

L'efficacia delle nuove misure sarà monitorata attentamente a livello europeo. Dopo tre anni, a seguito di una relazione della stessa Commissione, il Parlamento europeo e il Consiglio decideranno se confermare le regole, modificarle o stabilire un divieto assoluto di percezione o pagamento degli *inducement*.

Si propone di "livellare il campo da gioco", introducendo regole analoghe che valgano sia per la distribuzione di prodotti finanziari (coperta dalla MiFID II), sia per la distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi (disciplinata invece dalla IDD). Come si legge nella Relazione introduttiva, infatti, occorre *"conseguire lo stesso livello di tutela degli investitori al dettaglio in tutta l'UE e in tutti i prodotti di investimento e i canali di distribuzione. Tale obiettivo può essere conseguito nel modo più efficace mediante l'adozione di obblighi coerenti e, ove necessario, uniformi per tutti i settori interessati"*.

Vediamo nel dettaglio le misure proposte dalla Commissione, prendendo come modello la disciplina sui servizi di investimento.

Innanzitutto, con il nuovo art. 24 bis introdotto nella direttiva MiFID II, viene confermato il divieto di percezione di incentivi con riferimento alla prestazione dei servizi di gestione di portafoglio e di consulenza indipendente<sup>12</sup>.

Inoltre, la medesima norma introduce una distinzione fondamentale tra la prestazione di un servizio di investimento esecutivo (ricezione e trasmissione di ordini ed esecuzione di ordini) non accompagnata dalla consulenza in materia di investimenti e la prestazione congiunta di tali servizi.

Nel primo caso, la regola è il divieto: se gli intermediari si limitano a raccogliere, trasmettere o eseguire ordini dei clienti, senza offrire alcun supporto consulenziale, non possono corrispondere né percepire onorari o commissioni dalle società prodotte (definite come i *"terzi responsabili della creazione, dello sviluppo, dell'emissione o della concezione dello strumento finanziario"*).

Sono possibili solo piccoli benefici non monetari (ribattezzati con la brutta espressione *"extrapecuniari"*) di valore complessivo inferiore a 100 euro l'anno o comunque di entità e natura tali da non poter es-

<sup>12</sup> La Commissione propone di inserire anche un nuovo art. 29 bis nella direttiva IDD, del tutto sovrapponibile a quello oggetto di analisi.

sere considerati pregiudizievoli del dovere dell'impresa di investimento di agire nel migliore interesse del cliente, purché questi ne sia stato chiaramente informato.

La regola *de qua* non appare, a una prima lettura, rivoluzionaria. L'intermediario che presta (solo) servizi esecutivi già oggi non versa né percepisce incentivi, che sarebbero davvero difficilmente giustificabili anche alla luce del quadro normativo vigente.

Tuttavia, è bene intendersi sul reale perimetro dei servizi esecutivi, che non è quello che, in Italia, siamo abituati a considerare.

Infatti, a differenza che nel resto dell'Europa, nel nostro Paese l'attività con la quale un intermediario consente a un cliente di accedere a un determinato prodotto sul mercato primario, a fronte di un incarico di distribuzione conferito dall'emittente, è ricostruita in termini di servizio di collocamento.

Si pensi alla distribuzione di quote di fondi comuni di investimento: nessuno dubita, in Italia, che il distributore che raccoglie le disposizioni di sottoscrizione del cliente stia agendo da collocatore, ai sensi dell'art. 1, comma 5, lettere c) e c-bis) del TUF.

Una simile visione discende dalla costante interpretazione data dalla Consob, che ha sempre ricostruito il servizio di collocamento come un'attività con "due gambe": una, rivolta a monte verso l'emittente, si sostanzia nell'incarico affidato al distributore di ricercare clienti, di promuovere l'investimento nei prodotti e di raccogliere le disposizioni dei clienti interessati; l'altra, rivolta a valle verso i clienti, si sostanzia nel concreto svolgimento di tale attività<sup>13</sup>. Per l'Autorità italiana, in altri termini, è collocamento sia l'incarico di vendere che la vendita.

Non è questo, però, il punto di vista dell'Europa, e lo si evince oggi chiaramente proprio dall'art. 24 bis, quarto comma, della proposta di direttiva della Commissione.

Infatti, si prevede che il divieto di incentivi per le vendite senza consulenza non si applichi *"agli onorari o altra remunerazione che l'impresa di investimento che presta per un dato emittente uno dei servizi di cui*

<sup>13</sup> cfr. sul punto Comunicazione Consob n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014; Comunicazione Consob n. DIN/1079230 del 19-10-2001; Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9-7-1997.

*all'allegato I, sezione A, punti 6) e 7) (il servizio di collocamento, NdR), corrisponde a detto emittente o da questi percepisce, nel caso in cui l'impresa di investimento presti alla clientela al dettaglio anche uno o più servizi di investimento di cui al paragrafo 2 (i servizi di ricezione e trasmissione ordini ed esecuzione, NdR) per strumenti finanziari interessati da servizi di collocamento o di sottoscrizione".*

Si introduce un'esenzione (e quindi la possibilità di pagare o ricevere incentivi) qualora l'intermediario, dopo avere ricevuto un incarico di collocamento dalle società prodotte, "venda" i prodotti di queste ultime ai propri clienti, tramite i servizi esecutivi.

L'esenzione in commento viene giustificata (cfr. il considerando 6 della proposta di direttiva) per "non limitare la capacità degli emittenti di reperire fondi": se il collocatore non potesse ricevere incentivi, verrebbe infatti compromessa la capacità della società prodotta di reperire potenziali investitori avvalendosi di intermediari a ciò specializzati.

Si noti che l'attività prestata ai clienti al dettaglio non è qualificata, come siamo abituati a pensare seguendo la costante interpretazione della Consob, come "collocamento", ma appunto come "ricezione e trasmissione di ordini" o, a seconda dei casi, "esecuzione di ordini". La seconda gamba del collocamento, quella rivolta verso i clienti, scompare: collocamento è solo un servizio reso in favore dell'emittente, non dei clienti finali.

Se quindi la nozione di collocamento si contrae, quella di servizio esecutivo si espande, fino a ricomprendere la raccolta delle disposizioni degli investitori che intendono sottoscrivere prodotti di nuova emissione in relazione ai quali il distributore ha ricevuto un incarico di collocamento dall'emittente.

L'esenzione appena descritta, che permette di salvare la prassi di ricevere *rebates* commissionali dalle società prodotte in caso di distribuzione di prodotti senza consulenza, rende la disciplina non più "aspra", come vorrebbe la Commissione, ma più dolce, rispetto al quadro normativo vigente.

Infatti, mentre oggi un distributore, poniamo, di un'obbligazione *plain vanilla* è tenuto, per potere ricevere incentivi dall'emittente, a dimostrare di avere elevato il livello di servizio offerto al cliente superando il *quality enhancement test*, con la nuova direttiva non sarà invece tenuto a dimostrare alcunché: la percezione dell'incentivo si giustifica, nell'*an* e nel *quantum* (anche se naturalmente rimangono ferme

le regole in tema di gestione del conflitto di interessi), per salvaguardare "la capacità degli emittenti di reperire fondi, come ci dice la Commissione.

L'esenzione ha però un'importante limitazione, con impatti profondissimi sul mercato.

Non trova infatti applicazione ai prodotti d'investimento al dettaglio preassemblati (c.d. PRIIP, che insieme ai prodotti di investimento assicurativo formano la categoria dei PRIIPs) di cui all'articolo 4, punto 1, del Regolamento (UE) n. 1286/2014.

Si tratta, come noto, dei prodotti di investimento nei quali, "indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio".

Una categoria quindi molto ampia, che include, tra gli altri strumenti finanziari, anche le quote di fondi comuni di investimento.

Per questi prodotti, torna quindi ad applicarsi, in pieno, la regola generale: le vendite senza consulenza non giustificano la percezione o il pagamento di *inducement*. E in questo caso, il confronto con la normativa vigente giustifica perfettamente l'idea di un inasprimento della disciplina, come afferma la Commissione.

Un mero distributore di fondi comuni di investimento che non presti consulenza al cliente (ma la stessa conclusione vale per le obbligazioni strutturate, per i *certificates*, per gli *asset back securities*) non potrà, se la proposta di direttiva verrà tradotta in diritto positivo, ricevere alcun incentivo dalla società prodotta.

Andrebbe per esempio in crisi il modello del c.d. "supermercato di fondi", in cui la percezione dei *rebates* da parte del distributore viene di solito giustificata con l'innalzamento della qualità del servizio reso al cliente, garantito da *tools* quali strumenti di informazione che aiutano il cliente nell'adozione di scelte di investimento o gli consentono di monitorare, modellare e regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito, ai sensi dell'art. 53, comma 1, del Regolamento Intermediari. Con la proposta di diretti-

va, un simile modello non sarebbe infatti legittimo, perché si risolverebbe in una vendita senza consulenza di un PRIIP, che come tale non permette la percezione di alcun incentivo da parte del distributore.

Fin qui si è parlato delle vendite (*rectius*, della prestazione di servizi di investimento esecutivi) senza consulenza.

La proposta di direttiva affronta però anche il caso in cui l'intermediario che raccoglie, trasmette e/o esegue un ordine del cliente, nella nuova concezione che si è illustrata e che assorbe anche parte del "vecchio" collocamento, presta anche il servizio di consulenza in materia di investimenti in favore del cliente finale. Naturalmente si discetta della consulenza non indipendente, giacché quella indipendente non ammette il fenomeno degli *inducement*.

Il terzo comma dell'art. 24 bis prevede che il divieto di percepire o corrispondere incentivi non si applichi agli intermediari che prestano servizi esecutivi insieme al servizio di consulenza, ovviamente con riguardo alle operazioni di investimento raccomandate. In questo caso, l'incentivo non deve però (lo precisa il settimo comma) compromettere il rispetto dell'obbligo di agire in modo onesto, imparziale e professionale "per servire al meglio gli interessi dei clienti" (c.d. "criterio del *best interest*").

Ebbene, "per servire al meglio gli interessi dei clienti" il nuovo comma 1 bis, che la proposta di direttiva vorrebbe introdurre all'art. 24 della direttiva MiFID II<sup>14</sup>, prevede che gli intermediari che prestino consulenza ai clienti al dettaglio debbano:

- (a) valutare una gamma adeguata di strumenti finanziari;
- (b) raccomandare gli strumenti finanziari, tra quelli adeguati per il cliente, più efficienti in termini di costi con caratteristiche simili;
- (c) raccomandare, all'interno della gamma di strumenti finanziari adeguati per il cliente, uno o più prodotti privi delle caratteristiche supplementari che non sono funzionali al conseguimento degli obiettivi di investimento del cliente e che non comportano costi aggiuntivi.

<sup>14</sup> In tema di distribuzione assicurativa, la Commissione propone di inserire nella direttiva IDD il nuovo articolo 29 ter, con soluzioni sostanzialmente identiche.

Questi requisiti, introdotti per migliorare la qualità della consulenza, andranno a sostituire quelli oggi previsti per il superamento del *quality enhancement test* della MiFID II e del *no detriment test* della IDD: misure che la Commissione (cfr. la Relazione introduttiva e il considerando 6) ritiene non essere state sufficientemente efficaci nell'attenuazione dei conflitti di interesse.

Il consulente dovrà quindi innanzitutto lavorare su un catalogo sufficientemente nutrito di prodotti (non viene richiesta la presenza, come invece oggi, di un numero appropriato di strumenti finanziari non di casa: si considera quindi di qualità anche una consulenza focalizzata su prodotti *captive*) all'interno del quale individuare quelli adeguati per il cliente finale. Una volta effettuata la selezione, la raccomandazione dovrebbe avere ad oggetto il prodotto più efficiente in termini di costi.

Inoltre, e questo rappresenta un'assoluta novità, l'intermediario dovrà raccomandare sempre almeno un prodotto (che quindi, ovviamente, dovrà essere presente nel catalogo) privo di caratteristiche non strettamente necessarie in relazione agli obiettivi di investimento del cliente finale e che, pertanto, è meno costoso.

La stessa Commissione fa l'esempio di un prodotto privo di protezione del capitale, qualora non sia richiesta dal cliente, o di elementi di copertura del rischio.

Se il consulente intende comunque consigliare, in parallelo con il prodotto più semplice, un prodotto sempre adeguato ma più complesso, dovrà motivare al cliente il perché di tale scelta e illustrargli i costi aggiuntivi.

Si intravede chiaramente in queste previsioni l'obiettivo della Commissione di limitare l'investimento dei clienti *retail* in prodotti con un profilo di costo non ottimale, che permea tutta la *Retail Investment Strategy* e che si traduce in numerose previsioni della proposta di direttiva, come quelle relative al *value for money* e all'introduzione di un *benchmark* di costi per i PRIIPs<sup>15</sup>.

Non è chiaro perché la possibilità per l'intermediario di corrispondere o ricevere pagamenti necessari

<sup>15</sup> cfr. sul punto art. 16 bis MiFID II, art. 25 IDD, art. 12 della Direttiva UCITS e art. 14 della Direttiva AIFMD così come modificati, in proposta, dalla RIS.

alla prestazione dei servizi di investimento, come i costi di custodia, le competenze di regolamento e di cambio, le competenze legali (le c.d. *proper fees*), sia disciplinata soltanto nel settimo comma dell'art. 24 *bis*, dedicato alle vendite associate alla consulenza, e non in un comma dedicato in generale alla prestazione di tutti i servizi di investimento (scelta seguita, per esempio, per i benefici non monetari minori); non pare infatti corretto che la legittimità delle *proper fees* sia legata alla prestazione o meno del servizio di consulenza.

Ultimo pilastro della normativa sugli incentivi è quello della trasparenza.

L'art. 24 *bis* rimanda all'art. 24 *ter*, norma espressamente dedicata al tema dei costi e oneri associati alla prestazione di servizi di investimento<sup>16</sup>.

La previsione appena richiamata richiede che, prima di prestare il servizio, oltre all'informativa aggregata su costi dei prodotti e dei servizi, comprensiva anche degli incentivi, l'intermediario debba fornire al cliente anche il dettaglio degli incentivi stessi: una deroga al principio per cui il c.d. *breakdown* deve essere richiesto espressamente dall'investitore.

Sempre *ex ante*, l'intermediario dovrà anche comunicare al cliente l'incidenza cumulativa degli *inducement* sul rendimento netto nel periodo fino alla scadenza dei prodotti o, se manca una scadenza, per il periodo di detenzione raccomandato o infine, in assenza anche di questo criterio, per periodi di detenzione di uno, tre e cinque anni. Il tutto spiegando al cliente le finalità degli incentivi e la loro incidenza sul rendimento in modo per lui comprensibile e in formato standardizzato, secondo modalità che verranno indicate successivamente dall'ESMA.

Qualora non sia possibile determinare l'importo dell'incentivo prima della prestazione del servizio di investimento o servizio accessorio, al cliente è comunicato chiaramente il metodo di calcolo.

Si aggiungono inoltre gli obblighi di comunicazione *ex post*: gli intermediari sono tenuti a fornire al cliente un estratto annuale che riporti, *inter alia*, gli incentivi pagati o ricevuti. Sono obbligati sia gli

<sup>16</sup> Una norma del tutto assimilabile viene proposta per la distribuzione assicurativa, con l'introduzione nella direttiva IDD di un nuovo art. 29, in sostituzione di quello oggi in vigore.

intermediari che prestano il servizio accessorio di deposito titoli a custodia e amministrazione, anche da solo, sia gli intermediari che prestano solo servizi di investimento.

Tale obbligo non si applica se l'intermediario offra ai propri clienti al dettaglio l'accesso a un sistema online, che si configuri come supporto durevole, dove siano facilmente reperibili estratti aggiornati che riportano per ciascuno strumento le informazioni richieste, e purché possa dimostrare che il cliente li ha consultati almeno una volta all'anno.

Come si vede, le modifiche complessivamente suggerite dalla Commissione alla disciplina degli incentivi, pur non sposando le istanze demolitrici avanzate da taluni e accolte in alcuni Paesi europei, sono in grado di avere effetti profondi sul mercato e sui modelli distributivi adottati dagli intermediari nei confronti della clientela *retail*, alcuni dei quali verranno messi in seria discussione se la proposta di direttiva venisse confermata nel testo oggi in visione.



**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---