

APPROFONDIMENTI

La comparazione degli strumenti finanziari dalla MiFID II alla RIS

21 Settembre 2026

Angelo Messore, Partner, LEXIA



Angelo Messore, Partner, LEXIA

> Angelo Messore

Angelo Messore assiste regolarmente istituzioni finanziarie ed estere su questioni legate alla regolamentazione bancaria, finanziaria, assicurativa, dei servizi di investimento e di pagamento. Ha maturato una significativa esperienza nell'analisi e avvio di progetti in ambito Fintech, avendo contribuito alla creazione di diverse piattaforme innovative. Angelo Messore presta stabilmente assistenza nell'ambito della costituzione e della commercializzazione di fondi di investimento alternativi, in particolare per quanto riguarda i fondi di private debt, direct lending e di crediti non-performing.

Avvocati

Lexia



1. Il rapporto costi-benefici e lo strumento della comparazione dei prodotti

Il tema del rapporto tra costi sostenuti dagli investitori e benefici derivanti dall'offerta di prodotti e servizi di investimento è da qualche anno al centro dell'attenzione del legislatore e delle autorità di vigilanza nazionali ed europee.

A partire dall'emanazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II), la comparazione tra strumenti finanziari è stata valorizzata dalla normativa quale strumento idoneo per verificare se le scelte di investimento raccomandate o effettuate dagli intermediari rispondano agli interessi del cliente, considerando le alternative disponibili sul mercato, i costi applicati e i benefici attesi.

Nell'attuale quadro normativo derivante dalla MiFID II, questa impostazione trova la sua espressione, tra l'altro, nel test di equivalenza previsto nell'ambito della prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, nonché nel test costi-benefici applicabile in caso di cambiamento di strumenti finanziari (comunemente indicato come *switch*).

L'importanza dell'analisi costi-benefici e della comparazione dei prodotti è destinata a rafforzarsi con l'approvazione e l'entrata in vigore della Retail Investment Strategy (RIS)¹, che sin dal suo concepimento ha posto una particolare enfasi sulla tematica della valutazione della congruità dei costi e della comparazione dei prodotti.

Come noto, infatti, la RIS introdurrà, tra le norme in materia di *product governance* (POG), un nuovo processo di valutazione dei costi-benefici del prodotto (*pricing process*), attraverso il quale gli intermediari saranno chiamati a valutare se i costi e gli oneri dei prodotti siano giustificati e proporzionati rispetto ai benefici offerti alla clientela (*value for money*).

Uno degli interrogativi degli intermediari – ora che il processo di approvazione della RIS è in dirittura di

¹ La RIS si compone di una proposta di direttiva *omnibus*, che modifica la MiFID II, la direttiva 2009/65/CE (UCITS), la direttiva 2011/61/UE (AIFMD), la direttiva 2009/138/CE (Solvency II) e la direttiva 2016/97 (IDD), e di una proposta di regolamento, che modifica il regolamento 1286/2014 (PRIIPs).

arrivo e che sono stati avviati i lavori sulle norme di secondo livello² – è se e come gli obblighi in materia di *value for money* previsti dalla RIS sostituiranno (o interagiranno con) le disposizioni della MiFID II che attualmente prevedono obblighi di comparazione dei prodotti. Per esaminare il tema occorre anzitutto analizzare le finalità e caratteristiche delle norme derivanti dalla MiFID II, in modo da confrontarle con il regime che sarà introdotto dalla RIS.

2. Il test di equivalenza nella disciplina MiFID II

L'obbligo di condurre il cosiddetto *test* di equivalenza dei prodotti è attualmente previsto dall'articolo 54, paragrafo 9, del Regolamento delegato (UE) 2017/565.

La disposizione richiede alle imprese di investimento di adottare politiche e procedure appropriate e dimostrabili per assicurare di essere in grado di comprendere le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, degli strumenti selezionati per i clienti nonché di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente³. Essa si inserisce nell'ambito degli obblighi applicabili agli intermediari nell'effettuazione della valutazione di adeguatezza e il suo contenuto è stato ulteriormente precisato negli *“Orientamenti ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II”* del 3 aprile 2023⁴.

² Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno concluso un accordo politico provvisorio sui contenuti della RIS in data 18 dicembre 2025. Il testo di compromesso della direttiva *omnibus* è stato successivamente definito nel documento del Consiglio del 28 maggio 2026. Il compromesso è stato approvato dal COREPER il 5 giugno 2026 e dalla Commissione ECON del Parlamento Europeo il 23 giugno 2026. L'approvazione da parte dei co-legislatori è attesa per fine 2027, mentre il testo ufficiale – attualmente in corso di traduzione nelle lingue dell'Unione – dovrebbe essere pubblicato nel mese di gennaio 2027. Parallelamente, la Commissione ha trasmesso all'ESMA una *Call for Advice* relativa all'attuazione delle modifiche alla MiFID II e alle direttive UCITS e AIFMD. L'ESMA dovrà fornire il proprio riscontro entro il mese di ottobre 2027. Si ricorda che, secondo quanto previsto dal testo di compromesso, la RIS dovrà essere recepita dagli Stati membri entro 24 mesi dalla data di entrata in vigore. Il termine per l'adeguamento da parte degli operatori è invece di 30 mesi. Assumendo, pertanto, che le tempistiche per la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del testo finale siano rispettate, gli obblighi in materia di *value for money* saranno applicabili a decorrere dalla seconda metà del 2029.

³ La disposizione è oggetto di espresso richiamo dall'articolo 40, comma 2, del Regolamento Intermediari Consob (Delibera n. 20307 del 14 febbraio 2018), che impone agli intermediari di conformarsi alle norme di cui all'articolo 53, paragrafi da 1 a 11 e 13, del Regolamento Delegato MiFID II.

⁴ ESMA35-43-3172 – si vedano in particolare i paragrafi 91-95.

Conformemente alla norma del Regolamento 2017/565, negli Orientamenti ESMA si richiede agli intermediari di effettuare una valutazione delle possibili alternative di investimento, tenendo conto dei costi e della complessità dei prodotti, prima della decisione sul prodotto da raccomandare (o da acquistare nella prestazione del servizio di gestione di portafogli).

L'equivalenza deve essere apprezzata in funzione della capacità dei prodotti di soddisfare le esigenze e le circostanze del cliente, considerando, ad esempio, mercati di riferimento simili e un analogo profilo di rischio/rendimento; nell'effettuare tale valutazione, le imprese devono tener conto della natura del servizio, del modello di *business* e del tipo di prodotti offerti.

Il costo del prodotto rappresenta uno dei fattori da considerare insieme alla sua complessità. La scelta di un prodotto più costoso o complesso in luogo di un prodotto equivalente può essere nondimeno giustificata tenendo conto di altri criteri, quali ad esempio esigenze di diversificazione, liquidità o contenimento del rischio. L'intermediario deve tuttavia essere in grado di motivare tale scelta, conservarne evidenza e assicurarne un'adeguata verifica da parte delle funzioni di controllo. Come indicato dall'ESMA, nel fornire consulenza in materia di investimenti, le imprese potrebbero anche decidere – per specifici motivi ben definiti – di informare il cliente circa la decisione di scegliere lo strumento finanziario più costoso e complesso.

Sebbene la valutazione di equivalenza sia legata alla singola decisione di raccomandazione o di investimento effettuata dall'impresa, gli Orientamenti ESMA prevedono che, se un'impresa utilizza strategie di portafoglio comuni o proposte di investimento tipo che si applicano a diversi clienti con lo stesso profilo di investimento, il *test* di equivalenza può essere condotto *“a un livello più elevato”* o centrale (ad es., comitato prodotti o organo equivalente) fermo l'obbligo di assicurare l'adeguatezza delle scelte rispetto al profilo del singolo cliente. In via di prassi, i chiarimenti dell'ESMA sono anche interpretati nel senso di spostare la valutazione di equivalenza dall'operazione concreta al catalogo prodotti dell'intermediario – effettuando, dunque, l'analisi dei prodotti equivalenti a monte e non a valle, similmente ai processi seguiti in un contesto POG.

3. Il test costi-benefici in caso di switch

Un secondo obbligo di comparazione cui gli intermediari sono attualmente soggetti riguarda, come anticipato, il cambiamento di strumenti finanziari (*switch*).

La disciplina di riferimento è contenuta nell'articolo 25, paragrafo 2, della MiFID II, come modificato dalla direttiva (UE) 2021/338 (c.d. *Quick Fix*), e nell'articolo 54, paragrafo 11, del Regolamento 2017/565. Nell'ordinamento italiano, il relativo obbligo è recepito dall'articolo 40-bis del Regolamento Intermediari⁵.

Gli obblighi in questione si applicano alle operazioni comportanti la vendita di uno strumento finanziario e l'acquisto di un altro (oppure l'esercizio del diritto di modificare uno strumento esistente) nella prestazione del servizio di consulenza o di gestione di portafoglio. In tali circostanze, l'intermediario deve acquisire le informazioni necessarie sugli investimenti del cliente e analizzare i costi e i benefici del cambiamento, in modo tale da essere ragionevolmente in grado di dimostrare che i benefici del cambiamento sono maggiori dei relativi costi.

Come chiarito dal Regolamento Intermediari, nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti gli intermediari devono comunicare al cliente se i benefici derivanti dallo *switch* sono superiori o inferiori ai relativi costi.

In caso di *switch* di strumenti finanziari, pertanto, la valutazione richiesta all'intermediario è duplice: non è sufficiente dimostrare che il nuovo prodotto sia adeguato; occorre altresì verificare se il passaggio dall'investimento esistente a quello proposto sia giustificato, considerando anche gli oneri derivanti dalla sostituzione.

Secondo quanto indicato negli Orientamenti ESMA, l'analisi costi-benefici può essere effettuata tenendo conto, da un lato, di tutti i costi e gli oneri rilevanti ai fini della disciplina MiFID II e, dall'altro lato, di benefici sia monetari che non monetari. Essa potrebbe basarsi, a titolo esemplificativo, su elementi

⁵ Le previsioni relative al test costi-benefici in caso di *switch* non si applicano in caso di clienti professionali, salvo che questi non richiedano espressamente di beneficiare dell'analisi.

quali il rendimento netto atteso dell'operazione proposta, un cambiamento delle circostanze e delle esigenze del cliente (es. necessità di liquidità a breve termine), un cambiamento delle caratteristiche dei prodotti e/o delle circostanze di mercato, un beneficio al portafoglio del cliente derivante dal passaggio ad altri investimenti, etc.

Anche in questo caso, per strategie comuni e portafogli modello, l'analisi può essere effettuata centralmente, purché siano considerate le eventuali specificità dei singoli clienti che richiedano valutazioni ulteriori.

A differenza del test di equivalenza – che si basa su una pura analisi comparativa degli strumenti finanziari disponibili sul mercato – il test costi-benefici previsto in caso di *switch* considera, pertanto, le concrete implicazioni derivanti dalla sostituzione degli strumenti finanziari in portafoglio e la convenienza effettiva dell'operazione per il cliente. I due presidi possono concorrere nell'esecuzione della medesima operazione, rispondendo a esigenze e obiettivi differenti.

4. Il value for money nella RIS: sintesi delle principali previsioni

4.1 La valutazione di costi, performance e benefici nella RIS

La RIS introduce un nuovo processo di *value for money* all'interno della POG, finalizzato a verificare che i costi e gli oneri dei prodotti siano giustificati e proporzionati rispetto ai benefici offerti agli investitori al dettaglio⁶.

La disciplina si applica unicamente agli strumenti rientranti nella definizione di *packaged retail investment products* (PRIIP) di cui all'articolo 4, paragrafo 1, del Regolamento PRIIPs, e non indistintamente a tutti gli strumenti finanziari. Dal punto di vista dei servizi, non è prevista una limitazione ai soli prodotti raccomandati o acquistati nell'ambito di servizi di consulenza o di gestione di portafogli: trattandosi di un elemento chiave della nuova POG dei produttori e dei distributori, gli obblighi si applicano a prescindere dalle modalità di distribuzione del prodotto.

⁶ Nel testo di compromesso del 28 maggio 2026, la disciplina in materia di *value for money* è contenuta nel nuovo articolo 16-a che sarà introdotto all'interno della MiFID II.

Secondo quanto previsto dalla RIS, per condurre la propria valutazione in termini di *value for money* il produttore deve identificare e quantificare i costi e gli oneri del prodotto (inclusi gli incentivi) e soppesare gli stessi alla luce della *performance* e dei benefici diversi da quelli finanziari, quantificandoli ove possibile. Il confronto è finalizzato a valutare se il complesso dei costi e degli oneri applicati sia giustificato e proporzionato, tenendo conto delle caratteristiche, degli obiettivi, della strategia e dei benefici del prodotto offerto.

4.2 Il confronto con il peer group

Uno degli elementi maggiormente innovativi della RIS è l'introduzione di un confronto strutturato con un *peer group* di strumenti comparabili. Tra i criteri da considerare, ove rilevanti, nella selezione dei prodotti comparabili, la direttiva menziona il periodo di detenzione raccomandato, il rischio, la strategia e gli obiettivi di investimento, la strategia distributiva, il mercato di riferimento, le cedole e i rendimenti, le caratteristiche di sostenibilità e la gestione attiva o passiva. La base dati utilizzata per la costruzione del *peer group* potrà comprendere le informazioni contenute nei KID PRIIPs, le statistiche pubblicate dall'ESMA e i dati messi a disposizione dalle associazioni di categoria su base non discriminatoria.

Il confronto deve riguardare sia i costi complessivi sia le singole componenti di costo. Il *peer group* deve comprendere un numero rappresentativo di strumenti comparabili distribuiti negli Stati membri interessati e, ove fattibile e proporzionato, in altri Stati membri. Non è richiesto un confronto con l'intero mercato dell'Unione.

La comparazione con il *peer group* è volta, in particolare, a individuare eventuali prodotti che si discostino significativamente dalla media di mercato (c.d. *outlier*): laddove vi sia un siffatto scostamento a discapito degli interessi dell'investitore, è necessario che l'intermediario effettui ulteriori verifiche e motivi dettagliatamente la decisione di offrire o distribuire comunque il prodotto. Qualora il *value for money* del prodotto non possa essere assicurato, anche dopo l'adozione delle necessarie misure correttive, lo stesso non potrà essere approvato o ulteriormente offerto o raccomandato.

È da notare che mentre la comparazione tra costi e *performance* / benefici del prodotto, che rappresenta il primo pilastro del *value for money*, costituisce una valutazione di carattere "assoluto" – basata, in altri termini, unicamente sulle caratteristiche del prodotto e dei servizi prestati alla clientela – la

valutazione richiesta dal confronto con il *peer group*, che ne costituisce il secondo pilastro, è invece "relativa", in quanto presuppone il confronto con altri strumenti finanziari aventi le medesime caratteristiche del prodotto distribuito. Nella comparazione con il *peer group*, inoltre, non entrano in gioco fattori di carattere qualitativo – potenzialmente rilevanti, di contro, nell'esame del rapporto tra costi e *performance* / benefici del prodotto – trattandosi di una valutazione legata unicamente a costi e *performance*.

4.3 Le responsabilità di produttori e distributori

La RIS attribuisce responsabilità distinte ai produttori e ai distributori. Il produttore è responsabile della valutazione del prodotto e deve mettere a disposizione dei distributori informazioni complete e accurate sulla valutazione effettuata in termini di *value for money*. Il distributore deve, a sua volta, considerare i costi di distribuzione e gli ulteriori costi e oneri non già inclusi nella valutazione del produttore, nonché verificare la proporzionalità dei costi complessivi rispetto ai benefici del prodotto.

Il testo della direttiva prevede, al contempo, una significativa possibilità di semplificazione: il distributore può fare affidamento, infatti, sulla valutazione del produttore quando questa comprende tutti i costi e gli oneri connessi alla distribuzione, inclusi gli incentivi. In tale ipotesi, il distributore è comunque tenuto a verificare la coerenza del prodotto con gli obiettivi e le esigenze del mercato di riferimento. La possibilità di fare affidamento sulla valutazione del produttore non si applica, tuttavia, quando il prodotto è realizzato da soggetti non sottoposti alla normativa MiFID II, UCITS o AIFMD.

4.4 Le misure di secondo livello della Commissione

La concreta applicazione del nuovo regime del *value for money* dipenderà in misura significativa dalle misure di secondo livello che dovranno essere emanate dalla Commissione.

Nella *Call for Advice* dell'agosto 2026 la Commissione ha chiesto all'ESMA di elaborare le metodologie per l'individuazione degli strumenti finanziari che possono essere inclusi nella composizione dei *peer group*, nonché di chiarire come condurre la valutazione del *value for money* laddove non vi siano strumenti finanziari comparabili sul mercato (o il loro numero sia molto ristretto).

Il mandato conferito all'ESMA include anche la definizione dei criteri di comparazione tra i costi, gli oneri e la *performance* dei prodotti distribuiti e quelli dei prodotti inclusi nel *peer group*, nonché dei criteri per determinare quando un prodotto si discosta significativamente dalla media di mercato in termini di costi e *performance* a discapito degli interessi del cliente, al fine di verificare se i costi addebitati siano effettivamente giustificati e proporzionati.

Le misure di secondo livello dovranno essere elaborate dall'ESMA e sottoposte alla Commissione entro il mese di ottobre 2027.

5. Principali differenze tra MiFID II e RIS

Dalla ricostruzione sopra svolta emergono significative differenze tra gli obblighi introdotti dalla RIS e quelli attualmente previsti dalla MiFID II, in particolare rispetto ai profili di seguito evidenziati:

- **Ambito di applicazione per prodotto:** in primo luogo, sia le norme relative al test di equivalenza, sia quelle concernenti il test costi-benefici in caso di *switch*, si applicano a tutte le tipologie di strumenti finanziari; per contro, le nuove norme della RIS in materia di *value for money* troveranno applicazione soltanto in caso di ideazione o commercializzazione di PRIPs.
- **Ambito di applicazione per servizio:** sotto il profilo dei servizi interessati, le norme della MiFID II si applicano soltanto in caso di prestazione del servizio di consulenza o di gestione di portafoglio. Al contrario, le disposizioni sul *value for money* sono agnostiche rispetto alle modalità distributive utilizzate e si applicheranno anche alle c.d. *non-advised sales*.
- **POG vs regole di condotta:** al netto dei profili concernenti l'ambito di applicazione, un'ulteriore differenza di particolare rilievo interessa il fatto che, mentre le disposizioni della MiFID II costituiscono delle regole di condotta applicabili all'intermediario che in concreto raccomanda o adotta decisioni di investimento in relazione allo specifico strumento finanziario, le disposizioni della RIS interessano, invece, il processo POG effettuato a monte.

Le regole MiFID II costituiscono, in altri termini, un presidio relativo alla selezione del singolo prodotto nell'ambito del servizio di investimento prestato in concreto dall'intermediario che ha

il rapporto diretto con il cliente; esse non comportano una valutazione quantitativa e astratta del prezzo di ciascuno strumento, né richiedono di dimostrare che il prodotto selezionato sia, in assoluto, efficiente in termini di costi e *performance* / benefici. La verifica riguarda piuttosto la ragionevolezza della scelta tra alternative idonee a soddisfare le esigenze del cliente ovvero con riferimento alla singola operazione di *switch*.

È pur vero che gli Orientamenti ESMA riconoscono la possibilità di "centralizzare" le valutazioni effettuate ai fini del test di equivalenza e dello *switch* di prodotti e che, come menzionato in precedenza, le indicazioni fornite dall'autorità sono state anche interpretate nel senso di generalizzare le valutazioni effettuate dagli intermediari; tale aspetto dovrebbe invece ridurre la differenza tra gli obblighi MiFID II e RIS, almeno sotto il profilo del momento in cui la valutazione viene effettuata e delle procedure interne adottate al riguardo dagli intermediari.

- **Produttore / distributore:** la differente logica, di cui si è appena detto, degli obblighi MiFID II / RIS incide anche sull'allocazione delle relative responsabilità; se da un lato gli obblighi MiFID II si applicano esclusivamente ai distributori che raccomandano il prodotto (o ai gestori che investono le disponibilità del cliente nello stesso), le previsioni della RIS interessano sia il produttore che il distributore – esonerando, peraltro, quest'ultimo dagli obblighi in materia di *value for money* laddove decida di fare affidamento sulle valutazioni effettuate dal produttore.

Potrebbe pertanto darsi, ad esempio – assumendo che gli obblighi della MiFID II "sopravviveranno" al regime introdotto dalla RIS (si veda *infra* al par. 6) – che un distributore che abbia fatto affidamento sul *value for money* del produttore debba nondimeno effettuare il test di equivalenza dei prodotti e la comparazione costi-benefici in caso di *switch*. Viceversa, i produttori non saranno soggetti al test di equivalenza o di comparazione costi-benefici, ma su di loro ricadrà in misura prevalente la responsabilità per il rispetto delle norme in materia di *value for money*.

- **Metodologia:** la metodologia di comparazione introdotta dalla RIS sarà più granulare, prescrittiva ed esaustiva di quella attualmente utilizzata sotto il regime MiFID II, essendo rimessa all'ESMA e, in ultima analisi, alla Commissione la definizione delle norme di dettaglio sulla composizione del *peer group* e sulle modalità di comparazione. Sul punto, assumendo sempre che gli obblighi

MiFID II non saranno rivisti per effetto della RIS, un tema di effettivo interesse riguarderà le possibili sovrapposizioni tra il *peer group* e il catalogo prodotti utilizzato ai fini del test di equivalenza.

- Concetto di outlier: uno degli obiettivi della RIS è quello di individuare i prodotti che presentino significative inefficienze, in termini di costi e *performance*, rispetto alla media di mercato, in modo da assicurare l'adozione di misure correttive rispetto agli stessi, ivi incluso l'eventuale ritiro dalla commercializzazione; tale logica è estranea, di per sé, alle disposizioni della MiFID II che impongono una comparazione di prodotti.
- Strumenti di enforcement: non da ultimo, gli strumenti di *enforcement* a disposizione delle autorità saranno significativamente rafforzati rispetto al quadro normativo attuale, determinando verosimilmente un controllo più incisivo sul catalogo dei prodotti offerti da produttori e distributori alla propria clientela, come peraltro si è visto già nel comparto assicurativo con gli orientamenti e la prassi EIOPA / IVASS in materia di *value for money*.

6. Sovrapposizioni e affinità nel regime post-RIS

Alla luce delle differenze esaminate e sulla base delle informazioni disponibili, si possono, quindi, formulare alcune conclusioni (o, più correttamente, previsioni) sul regime che sarà verosimilmente applicabile a seguito dell'entrata in vigore della RIS.

Il test costi-benefici in caso di *switch* di prodotti non sarà sostituito, con buona probabilità, dal *value for money* contemplato dalla RIS; tale conclusione sembra potersi desumere, oltre che dalle significative differenze tra i due obblighi, anche solo dalla mera circostanza per cui la norma della MiFID II che contempla l'obbligo in questione non sarà oggetto di modifica per effetto della RIS.

Si tratterà, pertanto, di un controllo aggiuntivo che dovrà essere effettuato – in fase di *switch* dei prodotti – a valle della valutazione a monte, in ambito POG e con riferimento ai soli PRIPs, circa la sussistenza del *value for money* rispetto agli strumenti finanziari oggetto di acquisto: potrebbe anche darsi, a ben vedere, che lo *switch* sia determinato proprio dal fatto che il prodotto (PRIP) precedentemente acquistato dal cliente non abbia più un *value for money* positivo.

Occorrerà invece verificare se, in esito ai lavori avviati dall'ESMA, saranno introdotte delle disposizioni di coordinamento tra il test di equivalenza previsto dal Regolamento 2017/565 in relazione alla prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli e le disposizioni sul *value for money*, ad esempio per quanto riguarda la possibilità di utilizzare il *peer group* come catalogo di prodotti comparabili anche ai fini del test di equivalenza.

In considerazione delle diverse caratteristiche dei due obblighi normativi, anche sul piano dell'ambito di applicazione, è possibile, in ogni caso, che il test di equivalenza continuerà comunque ad applicarsi in parallelo, salvo che non emergano diverse indicazioni dai lavori dell'ESMA sulle misure di secondo livello di attuazione della RIS – e ancorché sia auspicabile una semplificazione degli obblighi posti a carico degli operatori⁷.

⁷ Il c.d. *best interest test* – originariamente proposto dalla Commissione nell'ambito della RIS – avrebbe dovuto costituire, a tutti gli effetti, un'evoluzione "rafforzata" del test di equivalenza della MiFID II. La norma originariamente formulata dalla Commissione prevedeva, infatti, l'obbligo degli intermediari di (i) raccomandare il prodotto più efficiente in termini di costi tra strumenti finanziari identificati come adeguati per il cliente che presentino caratteristiche simili, e (ii) raccomandare, tra gli strumenti finanziari in questione, un prodotto che non presenti caratteristiche aggiuntive non necessarie per il raggiungimento degli obiettivi di investimento del cliente e che possano dare luogo a costi aggiuntivi. Nella proposta originaria della Commissione, dunque, la definizione di un paniere di prodotti equivalenti avrebbe dovuto vincolare l'intermediario a raccomandare sempre il prodotto meno costoso e meno complesso – anche in questo caso, in sede di prestazione del servizio di consulenza e non a monte in ambito POG – senza poter valorizzare componenti aggiuntive (es. caratteristiche del prodotto, esigenze del cliente, benefici del servizio, etc.). La norma originaria sul *best interest test* è stata significativamente ridimensionata nel corso delle negoziazioni sul testo della RIS ed è adesso confluita nel Considerando (6b) della direttiva, che prevede l'obbligo per gli intermediari di raccomandare l'opzione di investimento maggiormente efficiente, in un ventaglio di prodotti che possa adeguatamente rispondere alle esigenze del cliente, salvo che non sia possibile dimostrare che un prodotto maggiormente costoso può oggettivamente offrire maggiori benefici per quello specifico cliente. Occorrerà verificare, al riguardo, se le norme del Regolamento 2017/565 concernenti il test di equivalenza saranno riviste nell'ottica enucleata dal Considerando (6b) della RIS – sebbene il principio espresso dal Considerando sia sostanzialmente conforme, a ben vedere, a quanto già statuito in proposito dagli Orientamenti ESMA (si veda sopra al par. 2).



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
