

## **PARERE DEL COMI COMI SULLA RIS**

Il pacchetto di proposte della Commissione Europea relativo al framework in materia di protezione degli investitori retail si propone di emendare il quadro normativo vigente MiFID, IDD, UCITS, AIFMD, Solvency II e PRIIPs, al fine di accrescere la partecipazione dei clienti al dettaglio ai mercati dei capitali, consentire più consapevoli scelte di investimento sulla base di informazioni facilmente comprensibili e comparabili, migliorare il processo di produzione e distribuzione dei prodotti finanziari quanto a conflitti di interesse e costi dei prodotti. Pur condividendo la ratio dell'intervento, il COMI rileva tuttavia, nei testi proposti dalla CE, alcune criticità ed elementi non coerenti con gli obiettivi summenzionati, in relazione ai seguenti aspetti disciplinari:

### **1)-INDUCEMENT E BEST INTEREST TEST.**

Sul tema degli incentivi appare esserci un eccessivo focus sui costi, a discapito della qualità dei prodotti e della qualità del servizio di consulenza. In particolare, la proposta tende a concentrare in modo prevalente le valutazioni dei prodotti unicamente sulla componente dei costi, a discapito delle altre egualmente importanti componenti (es. servizi offerti, strategie di investimento, ecc.). Ciò comporta il rischio di privilegiare strumenti finanziari/tipologie di portafoglio aventi costi bassi in quanto caratterizzati da una gestione passiva o strumenti con valore aggiunto limitato in termini di obiettivi e strategie di investimento. Il rischio è di svilire l'apporto di professionalità e competenze da parte degli intermediari e, quindi, la qualità del servizio di consulenza e ridurre pertanto il grado di tutela attualmente garantito ai clienti. Raccomandare prodotti scelti solo sulla base della loro economicità non significa, infatti, necessariamente servire meglio il proprio cliente e offrire un miglior rapporto qualità / prezzo (c.d. value-for-money) nel lungo e, probabilmente, anche nel breve termine. La proposta non valorizza il diverso contenuto del servizio di consulenza, sia in termini di ampiezza della gamma dei prodotti sia di livello / qualità del servizio offerto ai clienti (e il corrispondente livello di assistenza/tutela).

La proposta di divieto parziale degli incentivi per i servizi esecutivi non abbinati al servizio di consulenza (o quantomeno il rischio di un'interpretazione restrittiva dell'inciso relativo alla prestazione del servizio di consulenza) è penalizzante per il modello di servizio italiano. In base al tenore letterale della proposta sembrano, infatti, sottratte al divieto solo le singole operazioni oggetto di raccomandazione da parte degli intermediari e non anche quelle disposte in autonomia dai clienti nell'ambito di un più ampio rapporto di consulenza c,d, continuativo e di portafoglio e di conseguente applicazione delle sue tutele complessive. Questa impostazione concepisce la consulenza come un servizio frammentato anziché come un rapporto continuativo (come nel tipico modello di servizio italiano) che abbraccia tutta l'operatività del cliente, ivi incluse le operazioni eventualmente effettuate in autonomia, le quali confluiscono nella valutazione di adeguatezza complessiva del portafoglio, senza distinguere l'origine delle singole componenti.

Con riguardo all'esenzione relativa ai servizi di collocamento e sottoscrizione resi all'emittente e aventi ad oggetto solo strumenti finanziari che non rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento 1286/2014 ("Reg. PRIIPs"), si rileva quanto segue. Tale limitazione appare ingiustificata e non coerente con il modello di funding domestico incentrato prevalentemente sull'emissione/collocamento di prestiti obbligazionari, non solo "plain vanilla" o a tasso fisso, esclusi

certamente dalla definizione di PRIIPS, ma anche strutturati (es. obbligazioni con cap/floor) e di strumenti finanziari derivati, quali i certificates, che invece rientrano in tale definizione.

Con riguardo al servizio di gestione di portafogli, la RIS tratta il divieto in maniera differente rispetto al servizio di consulenza su base indipendente. Mentre, con riguardo a quest'ultimo servizio, si continua a prevedere che l'intermediario "*non accetta e trattiene*" incentivi, con riguardo al servizio di gestione si propone, nell'art. 24-bis, par. 1, che gli intermediari "*non corrispondono né percepiscono*" incentivi. Diversamente da quanto previsto per l'attività di consulenza, il divieto così riformulato impedirebbe in modo ingiustificato, ad un gestore di portafogli, di ricevere incentivi anche nel caso in cui intenda poi ritrasferirli interamente ai clienti nonché di corrispondere incentivi a distributori per la commercializzazione del servizio di gestione individuale in abbinamento al servizio di consulenza.

Si introducono rilevanti complessità operative.

Le norme sul best interest, che richiedono di individuare in modo dinamico in occasione delle raccomandazioni da fornire al cliente (point of sale) il prodotto più efficiente tra quelli adeguati e in aggiunta quello privo di alcune caratteristiche non necessarie agli obiettivi di investimento del cliente, richiedono lo sviluppo di procedure innovative molto complesse e onerose.

Per quanto riguarda la clausola di revisione di cui all'articolo 24 bis, comma 8, della Direttiva Omnibus, si ritiene che tale clausola vada eliminata ovvero, in subordine, la tempistica ivi proposta (3 anni a partire dall'entrata in vigore della Direttiva) sia troppo stringente (dovrebbe essere di almeno 5 anni) e che tale revisione non debba dipendere dal grado di diffusione della consulenza indipendente. La clausola di revisione proposta mette in luce l'orientamento particolarmente favorevole della CE per la consulenza indipendente rispetto ad altri modelli di consulenza e alle stesse preferenze degli investitori.

Con specifico riguardo al nuovo criterio del best interest, che sostituirebbe il quality enhancement dell'attuale regime, si osserva che anche questo si rivela sostanzialmente appiattito sul solo tema dei costi, così mutando profondamente la prospettiva attuale correlata, invece, a profili essenzialmente qualitativi. Ciò potrebbe pregiudicare la possibilità di soddisfare al meglio i bisogni dei clienti, non rappresentati unicamente da esigenze di risparmio di costi (ad esempio, le preferenze in ambito ESG sembrano non trovare spazio nella proposta relativa al best interest). Inoltre, quest'ultimo criterio, e la sua declinazione prettamente quantitativa, potrebbe promuovere nuovi modelli distributivi fortemente orientati alla compressione dei costi, con un conseguente impoverimento del numero e della qualità dei prodotti offerti, nonché dei canali distributivi impiegati. Infine, un simile mutamento di prospettiva sfavorirebbe gli intermediari di minori dimensioni e quelli che, più in generale, non beneficano di economie di scala (sia lato manufacturer sia lato distributor) nonché dei manufacturer che non distribuiscono direttamente i loro prodotti. In un tale contesto, non si può escludere che, al fine di aumentare la massa critica e ottenere una maggiore efficienza lato costi, molti intermediari adottino soluzioni basate sull'internalizzazione di parti della catena del valore (ora demandate ad altre investment firm), innescando un processo di consolidamento che impatterebbe negativamente sull'assetto concorrenziale del settore, sicuramente non a beneficio degli investitori.

Per ciò che riguarda l'ambito IDD, si ritiene che il test, unitamente agli adempimenti integrativi introdotti nel test di adeguatezza, renda il processo di vendita più lungo e invasivo, rischiando di

compromettere l'obiettivo della RIS di facilitare l'accesso dei consumatori agli investimenti retail e alla protezione assicurativa, limitando l'operatività delle reti e favorendo la distribuzione dei prodotti più economici a scapito di quelli di maggiore qualità.

Sul tema è utile altresì evidenziare come la previsione di ulteriori più specifici obblighi di segnalazione dei rischi per i “prodotti particolarmente rischiosi” (particularly risky products), come saranno individuati sulla base degli orientamenti elaborati dall'ESMA, sebbene veicoli la finalità di rafforzare la tutela dell'investitore, potrebbe comportare effetti distorsivi per l'offerta rivolta alla clientela retail in termini di diversificazione della tipologia di prodotti proposti. Si segnala come l'attuale sistema già preveda elementi sufficienti per porre in guardia l'investitore dai rischi legati al proprio investimento, come accade, ad esempio, nel regime di appropriatezza con l'avvertimento reso al cliente che un determinato prodotto, alla luce delle informazioni dallo stesso ricevute, non risulta appropriato per il suo profilo.

#### EMENDAMENTI E MISURE ULTERIORI.

Con riferimento al divieto parziale di incentivi, il COMI ritiene che esso vada totalmente eliminato (lasciando inalterato inoltre per il servizio di gestione di portafoglio l'attuale divieto di accettare e trattenere incentivi, come per la consulenza indipendente). Si propone di eliminare anche la clausola di revisione, ovvero, in subordine, si propone di estendere il periodo temporale previsto nella clausola di revisione da 3 a 5 anni e di eliminare il riferimento al grado di diffusione della consulenza indipendente.

Tuttavia, con specifico riferimento agli incentivi, le Associazioni dei consumatori condividono invece la proposta della CE di abolire le retrocessioni, quantomeno relativamente ai servizi esecutivi (diversi dalla consulenza e gestione), per 4 motivi: 1) Trasparenza effettiva e piena dei costi realmente pagati dal cliente; 2) riduzione dei costi; 3) Nel meccanismo di incentivazione vi è un rischio di conflitto di interessi: proporre ai clienti i prodotti più redditizi per l'intermediario, invece che quelli più utili al risparmiatore. 4) Inoltre il sistema degli incentivi è distorsivo della concorrenza perché i fornitori dei prodotti hanno meno bisogno di competere sul prezzo e sul servizio se sono in grado di assicurarsi la raccolta pagando lauti incentivi ai distributori. Concordano anche sull'esenzione per i prodotti sottoscritti in sede di collocamento e aventi ad oggetto peraltro solo strumenti finanziari che non rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento Priiips. In tal caso l'assenso alla limitazione degli incentivi è giustificata anche dalla utilità di garantire che l'esenzione operi in relazione a strumenti finanziari ritenuti essenziali per la capacità degli emittenti di raccogliere fondi.

Con riferimento al best interest test il COMI ritiene all'unanimità che, almeno nei suoi aspetti principali, il quality enhancement test ex articolo 24, comma 9, MiFID (che la Direttiva Omnibus propone di eliminare) debba essere mantenuto, giacché per il suo soddisfacimento viene richiesto alle imprese di investimento di fornire servizi aggiuntivi che sono di primaria importanza per i clienti. In assenza di detto test, i livelli di servizio sarebbero molto bassi e gli investitori non disporrebbero di informazioni e strumenti utili a fini di investor protection.

Appare quindi preferibile – sempre rispetto al best interest test – dare applicazione a quanto previsto da ESMA nell'Orientamento generale 9 (Costi e complessità di prodotti equivalenti) di cui al documento Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II. In tale sede l'Autorità UE suggerisce che *“le politiche e le procedure per la determinazione dell'adeguatezza*

*dovrebbero far sì che, prima che un'impresa prenda una decisione sul(i) prodotto(i) di investimento da raccomandare o su cui investire nel portafoglio gestito per conto del cliente, venga effettuata una valutazione approfondita delle possibili alternative di investimento, tenendo conto dei costi e della complessità dei prodotti*". Ebbene tanto significa che il criterio di cost-efficiency è quindi già parte della valutazione di adeguatezza effettuata a livello di point of sale. Di conseguenza, si propone di modificare la disposizione sul best interest test inserendo nelle norme di livello 1 quanto già attualmente previsto dalle norme di livello 2 (art. 54, par. 11 Reg. 2017/565), estendendo la sua applicazione quale norma di product governance da applicare al momento dell'approvazione del catalogo prodotti oggetto del servizio di consulenza.

Pertanto, il best interest test potrebbe essere riformulato nella parte relativa alla lettera b) al fine di valorizzare oltre ai costi e alle performance anche le componenti di valore di tipo qualitativo e gli elementi di sofisticazione di cui il cliente ha bisogno e che rientrano nel suo interesse, mentre la lettera c) relativa alla raccomandazione di un prodotto senza caratteristiche aggiuntive e non necessarie potrebbe essere eliminata. Si precisa che, intanto si suggerisce di eliminare la lettera c) del nuovo comma 1 bis dell'articolo 24 MiFID, in quanto essa (i) fa riferimento a una valutazione (quella relativa ai costi) già effettuata durante il test di adeguatezza (i.e., prodotti equivalenti) e (ii) può ingenerare confusione nell'investitore, giacché prevede la proposizione, da parte dell'intermediario, di una proposta di investimento ulteriore rispetto a quella già formulata.

Inoltre, al fine di scongiurare una compromissione nell'offerta di prodotti alla clientela retail, si propone di eliminare il comma 5c dell'articolo 24 e la lettera w) del comma 2 dell'articolo 69 della MiFID II mantenendo l'attuale regime di segnalazione del rischio attraverso il sistema di controllo nel merito dell'investimento.

Relativamente al test del best interest per i prodotti assicurativi d'investimento, la formulazione delle nuove disposizioni dovrebbe, invece, restare focalizzata sulla finalità di raccomandare il prodotto più efficiente. In particolare:

- riguardo all'art. 29-ter, lett. a), che richiede di fornire consulenza in base alla valutazione di una gamma adeguata di prodotti e attività sottostanti, oltre a ribadire come non ci sia necessariamente correlazione tra l'ampiezza dell'offerta e la qualità del prodotto, si ritiene opportuno precisare - anche in virtù del richiamo esplicito alle attività sottostanti del prodotto, che andrebbero definite come "opzioni", in coerenza con altri regolamenti europei come il Regolamento PRIIPs e SFDR - che una gamma adeguata sussista anche in presenza di un solo prodotto che abbia più opzioni o che permetta di combinarle in diverse proporzioni;
- riguardo all'art. 29-ter, lett. b), che richiede di raccomandare il prodotto più efficiente sotto il profilo dei costi tra i prodotti idonei disponibili, si ribadisce che la disposizione rischia di spostare eccessivamente il focus sui costi (cost-centric approach) piuttosto che sulle esigenze del cliente (customer-centric approach), incentivando la vendita del prodotto più economico piuttosto che del prodotto che meglio soddisfa le esigenze del cliente; sarebbe quindi opportuno fare riferimento all'obiettivo di soddisfazione delle richieste ed esigenze del cliente e di adeguatezza del prodotto, tenuto anche conto dei costi e dei servizi offerti;
- riguardo all'art. 29-ter, lett. c) - che richiede di raccomandare uno o più prodotti privi di caratteristiche aggiuntive non funzionali al conseguimento degli obiettivi del cliente e che comportino

costi aggiuntivi –, si ribadisce che la disposizione è già implicita nei principi sanciti dall'IDD e che, per facilitare l'accesso dei risparmiatori agli investimenti retail, sarebbe opportuno eliminare il requisito in questione.

**2)- BENCHMARK.** La proposta introduce un meccanismo di regolazione dei costi degli strumenti finanziari e dei connessi servizi di investimento, attuato attraverso l'imposizione di un confronto con i benchmark di costo, che saranno pubblicati periodicamente da ESMA ed EIOPA. Anche se si concorda con la necessità che i clienti ottengano “value for money” dai prodotti finanziari, non si concorda con l'uso di tale strumento e si rileva che:

-il confronto con un benchmark individuato dall'Autorità europea non è in linea con i principi fondamentali del framework unionale, basato sull'economia di mercato e sulla libera concorrenza, in quanto un simile approccio promuove indirettamente l'allineamento con i livelli di costo e performance espressi da un benchmark non risultante dal libero dispiegarsi delle forze di mercato. Si rischia così di alimentare un meccanismo che può compromettere la sana concorrenza tra gli operatori del mercato e la qualità stessa degli strumenti finanziari presenti sul mercato. Inoltre, poiché il benchmark è previsto solo per alcuni prodotti, si darà luogo ad un campo di gioco non livellato fra prodotti diversi e quindi anche fra intermediari che vendono prodotti col benchmark e prodotti senza il detto benchmark. Si tratta di uno strumento che può quindi interferire con la determinazione dei prezzi e sulle dinamiche di mercato, traducendosi di fatto in un cap sui costi e in un decremento del grado di competizione, innovazione e ricerca degli elementi del prodotto che possano meglio incontrare le scelte del cliente, deviando invece l'attenzione verso il mero rispetto del benchmark a prescindere dalla qualità del prodotto e dei servizi offerti;

-l'individuazione di un benchmark paneuropeo potrebbe ben difficilmente funzionare, a causa delle notevoli differenze tra i mercati in Europa (differenze in termini di regolamentazione dei fondi specie se alternativi, contesto fiscale, canali di distribuzione, previsione di soglie minime di sottoscrizione, modello di servizio, ecc.). Tale complessità comporterebbe peraltro anche oggettive difficoltà nella manutenzione ed aggiornamento di tali benchmark.

- Va inoltre rilevato che la proposta, relativamente all'ambito Mifid II, prevede la formazione addirittura di due benchmark: uno riferito ai produttori ed uno riferito ai distributori. Con riguardo ai costi che concorrono alla formazione del “benchmark produttori” vi sono tutti quelli inerenti al prodotto, inclusi i costi di distribuzione incorporati nel prodotto medesimo e i pagamenti verso i terzi. Per converso, i distributori dovranno identificare e valutare i costi di distribuzione ed ogni altro costo non già preso in considerazione dal produttore. Peraltro, non è chiaro se gli stessi debbano calcolare i costi addebitati direttamente al cliente attraverso l'applicazione delle commissioni per la prestazione del servizio di consulenza e per quello distributivo ed esecutivo. Considerato che devono essere considerati tutti i costi distributivi sarebbe opportuno che ciò risultasse in modo più chiaro dall'articolato. Ora, è evidente che le due categorie di costi, quelli riferiti alla produzione, strutturazione e gestione del prodotto e quelli riferiti alla distribuzione, sono due insiemi disomogenei e come tali non si prestano ad essere raccolti e mischiati in un'unica categoria ai fini della formazione dei due benchmark.

- il benchmark, con specifico riferimento ai prodotti assicurativi, non tiene adeguatamente conto di caratteristiche qualificanti dei prodotti assicurativi di investimento, come ad esempio la qualità della

gestione degli attivi, le forme di stabilizzazione dei rendimenti, la diversificazione delle attività, i presidi di sicurezza, le garanzie di rendimento, le coperture assicurative, servizi di consulenza e altri servizi offerti dal distributore;

- La suddetta proposta, pur muovendo dall'esigenza apprezzabile di garantire un adeguato value for money, appare tuttavia eccessivamente laboriosa e complessa da applicare, oltre che foriera di costi rilevanti tanto per i soggetti vigilati quanto per le Autorità di vigilanza.

- Infine, anche il riferimento al benchmark appare troppo focalizzato sulla componente del costo del prodotto, misconoscendo la rilevanza della relazione di servizio con gli investitori, vanificando l'obiettivo centrale di offrire soluzioni di consulenza misurate alle diverse esigenze dei clienti e imponendo diriggisticamente un intervento sui prezzi nel mercato, a detrimento dell'innovazione e dello sviluppo del mercato stesso e della qualità dei prodotti finanziari.

Inoltre, si evidenzia come un ulteriore elemento di riflessione derivi dall'introduzione dell'articolo 16a che stabilisce per l'offerta di PRIIPs (compresi gli ETDs) una dettagliata identificazione e quantificazione di tutti i costi e gli oneri relativi allo strumento finanziario e una valutazione sulla loro giustificazione e proporzionalità in considerazione degli obiettivi e delle esigenze del mercato di riferimento (processo di determinazione dei prezzi). Vale ricordare che anche le commissioni di negoziazione e di regolamento dovrebbero essere incluse tra i costi e oneri con la conseguenza che tali prodotti finanziari, scambiati sul mercato regolamentato, risulterebbero maggiormente costosi. Una simile formulazione del benchmark, pertanto, potrebbe comportare una netta spinta verso gli scambi OTC, apparentemente meno costosi, in quanto non gravati dalle commissioni di negoziazione e regolamento, ma con insufficienti presidi di trasparenza e tutela per gli investitori retail, vanificando così la precipua finalità della proposta.

In conclusione, il COMI ritiene all'unanimità che l'introduzione del benchmark non è idoneo a prevenire l'investimento retail in prodotti che non garantiscono un adeguato value for money.

#### EMENDAMENTI E MISURE ULTERIORI.

Alla luce di quanto sopra si propone di mantenere le indicazioni di principio finalizzate a garantire che il produttore e il distributore elaborino un processo di determinazione dei prezzi di tutti gli strumenti finanziari (e dunque non solo dei PRIIPs) e verifichino la coerenza con gli obiettivi e le esigenze del mercato target tenendo conto dei costi e degli oneri totali, eliminando invece le disposizioni che fanno riferimento al benchmark.

Si ritiene che l'approccio della vigilanza sulla supervisione del value for money debba, invece:

- tenere conto non solo dei costi e delle performance, ma anche delle altre prerogative quantitative e qualitative degli strumenti finanziari e degli IBIPs, adottando un assetto più flessibile e in grado di adattarsi alla diversità dei mercati e dei prodotti all'interno dei mercati;

- essere improntato su principi risk-based, agevolando piuttosto l'individuazione dei prodotti che meritano una verifica più approfondita;

- Fermo restando che i dati sui costi e le performance attese, già rilevati da EIOPA per gli IBIPs, possano essere elementi utili alla vigilanza, si ritiene che un eventuale benchmark, da rendere peraltro

più flessibile rispetto alla sola considerazione di costi e performance, dovrebbe eventualmente essere uno strumento a servizio delle sole Autorità di vigilanza (EIOPA per gli IBIPs e ESMA per gli strumenti finanziari)- in coerenza con la metodologia già delineata da EIOPA (cfr. “*Methodology to assess value for money in the unit-linked market*” del 31 ottobre 2022) - coadiuvando l’individuazione, in uno scrutinio di primo livello, dei prodotti che richiedono un esame più attento.

### **3)- Consulenza indipendente.**

Si sottolinea che la proposta della CE introduce una disparità di trattamento tra la consulenza non indipendente e la consulenza indipendente, sia pure circoscritta a prodotti ben diversificati, semplici ed efficienti in termini di costi, che non appare giustificabile.

Lo sviluppo della consulenza indipendente non dipende dal rafforzamento del regime degli incentivi e neanche da “facilitazioni” in sede di operatività nella fase precontrattuale. L’idea che gli interventi proposti possano incrementare la diffusione della consulenza indipendente trascura due fattori esogeni di rilievo: i) la maggior parte dei clienti sono restii a pagare una commissione esplicita di consulenza; ii) i vigenti requisiti di separatezza interna organizzativa per gli intermediari che offrono sia la consulenza su base indipendente sia quella non indipendente costituiscono un onere spropositato per gli intermediari, che sono dunque costretti a specializzarsi nella prestazione di una unica tipologia di consulenza (prevalentemente quella su base non indipendente).

### **EMENDAMENTI E MISURE ULTERIORI.**

Si suggerisce o di eliminare la previsione di cui sopra, ovvero in subordine di applicare l’approccio semplificato circa le informazioni sulla conoscenza ed esperienza del cliente anche alla consulenza non indipendente e alla gestione di portafogli, ben potendo un basso livello di conoscenza ed esperienza del cliente essere compensato dalla professionalità dell’intermediario che fornisce raccomandazioni di investimento o del gestore che assume le scelte di investimento per conto del cliente su prodotti non complessi.

### **4)-ULTERIORI INDICAZIONI SU ALTRE AREE.**

#### **4A)-Adeguatezza e appropriatezza, modifiche al regime vigente.**

La proposta della CE intende rafforzare i processi di valutazione dell’appropriatezza e dell’adeguatezza.

Con riferimento all’adeguatezza, in aggiunta agli elementi già previsti dal framework vigente, un’impresa di investimento dovrebbe tener conto di tutti gli investimenti, anche di carattere non finanziario, riferibili al cliente (e, quindi, non solo di quelli di cui al portafoglio detenuto dal cliente presso l’impresa stessa) e dovrebbe consigliare (consulenza) o assumere decisioni di investimento (gestione di portafogli) che risultino adeguate ai bisogni di diversificazione del suo portafoglio complessivo. Al riguardo, un profilo critico concerne la necessità di tener conto di portafogli che il cliente può detenere anche presso intermediari diversi da quello che effettua il test. Pur comprendendo i benefici di tale approccio, emergono, a giudizio degli intermediari taluni profili di complessità operativa e di responsabilità dell’impresa di investimento qualora il cliente non autorizzi l’intermediario ad accedere alle informazioni circa strumenti/prodotti finanziari disponibili presso terzi o non lo informi/aggiorni in merito.

Inoltre, per quanto concerne il riferimento ai non-financial assets (Considerando 34 della Direttiva Omnibus), si evidenzia che gli asset non finanziari rispondono a logiche di investimento ben diverse, presuppongono competenze ad hoc e dovrebbero pertanto esulare dal perimetro di analisi del consulente, salvo che il contratto con il cliente li ricomprenda nel perimetro del servizio.

Quanto al regime di appropriatezza, la CE propone di integrare la valutazione con alcuni elementi tipici del suitability assessment, quali la capacità di sopportare le perdite e la tolleranza al rischio. Ciò appesantirebbe notevolmente i processi operativi degli intermediari, richiedendo elevati investimenti IT/organizzativi, e annullerebbe gran parte delle caratteristiche distintive dei modelli di servizio che non prevedono la prestazione di consulenza (in Italia tipicamente il trading online).

In ambito IDD, nel test di adeguatezza viene introdotta, tra le informazioni che i distributori devono raccogliere dal potenziale cliente, la “composizione del portafoglio esistente”, per poi considerare nella raccomandazione personalizzata le esigenze di diversificazione del portafoglio. Si osserva, peraltro, che non sempre i distributori di prodotti assicurativi di investimento hanno accesso al portafoglio degli investimenti del cliente. Rispetto all’obbligo di considerazione della composizione e delle esigenze di diversificazione del portafoglio, si ritiene preferibile che il test di adeguatezza resti sostanzialmente ancorato all’assetto esistente.

I rappresentanti delle Associazioni dei consumatori, invece, sul tema, ritengono corretta l’impostazione della CE e quindi corretta la scelta della RIS di rafforzare i presidi di verifica anche per le operazioni eseguite in regime di appropriatezza (per evitare il rischio che possano verificarsi condotte elusive dei vincoli normativi tramite l’utilizzo non corretto del regime di execution only). Deve rimanere fermo, a tutela degli intermediari, che ovviamente laddove il cliente non fornisca dati veri (ad es. degli asset di cui è titolare o della capacità di sopportare le perdite ecc.), l’intermediario non risponderà.

#### **4B)- Classificazione della clientela.**

La proposta della CE rivede i criteri di classificazione della clientela, tra cui quelli per l’upgrade da cliente retail a cliente professionale. Si ritiene tuttavia necessario evidenziare che il mantenimento della soglia di dieci operazioni nel trimestre precedente non è sempre coerente con le caratteristiche dei mercati finanziari, che hanno visto nel tempo l’ampliamento a nuove asset class e strumenti, in molti casi affetti da scarsa liquidità. Al riguardo, si suggerisce di calibrare il numero di transazioni in base alle caratteristiche di liquidità dello strumento finanziario.

Inoltre, il riferimento alla media dei tre anni precedenti per individuare la size del portafoglio del cliente comporta complessità operative in caso di nuovi clienti che non hanno una storia di investimenti presso l’intermediario considerato. Al riguardo, si ritiene opportuno prevedere, per i nuovi clienti, il riferimento alla soglia di 250.000 euro tout court.

Per quanto riguarda i nuovi parametri per i clienti legal entity, non è chiaro come i nuovi criteri bilancistici (congiuntamente, i Criteri di Bilancio) debbano essere applicati alla luce delle disposizioni di cui al quarto capoverso e all’ultimo capoverso dell’Allegato II, sezione II.1, MiFID (come modificata dalla Direttiva Omnibus). Tali disposizioni, in linea con l’attuale regime, fanno riferimento, ai fini della classificazione, alla persona che agisce in qualità di rappresentante legale (in particolare, per la valutazione della competenza e delle conoscenze e per la valutazione della capacità



di “*adottare decisioni di investimento in linea con gli obiettivi, le esigenze e la capacità finanziaria del soggetto giuridico [...]*”). Inoltre, i Criteri di Bilancio si applicherebbero anche ai clienti esistenti, con la conseguente necessità per le imprese di investimento di rivedere le classificazioni già effettuate. Al riguardo, è verosimile che nella maggior parte dei casi tale revisione dia luogo a downgrading (da cliente professionale su richiesta a cliente al dettaglio). Tale aspetto non è stato pienamente considerato nella relazione di impatto presentata dalla CE.

I rappresentanti delle Associazioni dei consumatori, invece, sul tema, ritengono corretta l'impostazione della CE e rilevano che occorre evitare che la qualifica di investitore professionale su richiesta sia lasciata, in sostanza, alla mera firma di un modulo sottoposto dagli intermediari ai clienti. Pertanto, auspicano che rimangano paletti oggettivi e facilmente misurabili, come ad es. un numero elevato di operazioni eseguite in un range di tempo limitato, ovvero una soglia di almeno 500.000 euro di portafoglio (invece che quella di 250.000 euro proposta dalla CE).

#### **4C)- Informativa su costi ed oneri.**

Positiva la standardizzazione dell'informativa sui costi ma sembra mancare una reale semplificazione. Le proposte relative alla standardizzazione dell'informativa ex ante sui costi, oneri e incentivi sono positive, anche se è difficile valutarne le concrete implicazioni in assenza delle future norme di attuazione (RTS). Tuttavia, la proposta dovrebbe intervenire anche in termini di semplificazione circa il contenuto di tale informativa, la quale continua ad essere di eccessivo dettaglio e non efficace per i clienti retail.

Peraltro, va segnalato che la proposta vanifica i recenti passi avanti in termini di semplificazione dell'informativa ai clienti professionali e alle controparti qualificate, realizzati con la direttiva c.d. MIFID Quick-fix.

Anche il nuovo art. 24-ter, par. 4, della MiFID II, sul rendiconto annuale, solleva perplessità in quanto: i) introduce nuovi oneri per le imprese di investimento, imponendo loro di distinguere il contenuto del rendiconto a seconda che venga prestato o meno il servizio accessorio di custodia e amministrazione, ii) contiene informazioni eccessivamente analitiche che sembrano nuocere all'obiettività della chiarezza e comprensibilità delle informazioni stesse da parte dei clienti.

Per i prodotti assicurativi d'investimento si prevede che le imprese debbano comunicare al cliente in modo personalizzato, sia in termini di importo che in percentuale, il costo complessivo del prodotto, nonché la sua scomposizione in forma analitica, compresi i costi distributivi. Si ritiene sufficiente che il cliente, che già riceve informazioni esaustive sui costi, riceva l'informazione in misura percentuale, riducendo così l'onerosità dell'adempimento, e che sia consentita la divulgazione della metodologia di calcolo dei costi se l'importo non può essere determinato nella fase precontrattuale. Inoltre, ogni riferimento alla personalizzazione dell'informativa precontrattuale è contrario al principio di standardizzazione presente nella normativa europea.

In aggiunta, tra le nuove misure dell'IDD c'è anche l'introduzione di un “estratto-conto” annuale, che risulta oltremodo dettagliato. Tra le informazioni previste, appare particolarmente oneroso per le imprese e fonte di incertezza per i consumatori riportare le prestazioni attese all'orizzonte temporale consigliato aggiornate di anno in anno rispetto a quelle prospettate nell'informativa precontrattuale (KID) secondo i diversi scenari di rendimento e basate sul valore corrente dell'investimento.

Auspichiamo, pertanto, l'eliminazione del punto sulle *“proiezioni individuali del risultato atteso alla fine del periodo di detenzione contrattuale o raccomandato sottoposte ad aggiustamento...”*.

Assimilabile al tema dell'informativa è quello relativo alle modifiche al KID dei PRIIPs che però comportano elevate complicazioni operative e costi di implementazione non proporzionati ai reali benefici per l'investitore retail. In particolare, i problemi sono collegati: a) alla previsione che il KID possa essere fornito – elettronicamente – tramite un tool interattivo che consenta al cliente di generare un KID “personalizzato” e che il KID venga strutturato su più livelli (layered format), e b) all'inserimento di nuove sezioni nel KID (in particolare la sezione ESG e la sintesi delle informazioni principali) mantenendo l'attuale vincolo di lunghezza del KID. Più in generale, tali proposte potrebbero avere un impatto ancor più dirompente in termini di effort e costi se la relativa applicazione venisse estesa anche a tutti i KID già in circolazione.

Nello specifico, la nuova sezione riguardante l'ecosostenibilità risulta una duplicazione di informazioni che sono già previste dalla normativa vigente attuale (SFDR e Regolamento Tassonomia), pertanto auspichiamo la sua eliminazione. Per quanto riguarda, invece, la tabella riassuntiva iniziale intitolata “Il prodotto in breve”, auspichiamo l'introduzione dell'informazione sintetica sulla presenza o meno di garanzie finanziarie del PRIIP al fine di migliorare la comparabilità all'interno dell'universo dei diversi prodotti offerti. Inoltre, con riferimento ai prodotti MOP che offrono all'investitore più opzioni di investimento, sono previste una serie di informazioni aggiuntive da fornire al cliente. A tal proposito, si ritiene che la richiesta di mettere a disposizione uno strumento comparativo che faciliti il raffronto tra le diverse opzioni, anche con riferimento ai costi, possa essere soddisfatta attraverso una tabella comparativa statica o un grafico. In aggiunta, si richiede che venga eliminata la divulgazione riguardante il costo complessivo del PRIIP collegato a ciascuna opzione, in quanto trattasi di duplicazione di informazioni già presenti nell'attuale disclosure precontrattuale dei prodotti MOP (come definita dal Regolamento Delegato 2017/653).

L'aggravio di informative e procedure non apporta alcun beneficio concreto agli investitori retail.

Si richiama l'attenzione sul fatto che talvolta la traduzione in italiano della proposta prevede testi non coerenti con il testo in inglese o con le norme esistenti.

#### **4D)- Tempistiche di implementazione non adeguate.**

La proposta prevede che la direttiva omnibus sia applicabile 18 mesi dalla sua entrata in vigore. Tale tempistica viene considerata inadeguata rispetto alla portata delle modifiche e all'impatto sulle procedure e le modalità di svolgimento dei servizi di investimento degli intermediari. A questo si aggiunge una evidente asincronia tra le tempistiche di recepimento nazionale (12 mesi) e quelle di predisposizione della normativa europea di attuazione (18 mesi). Si suggerisce pertanto che il periodo di 18 mesi per l'applicazione delle nuove disposizioni negli Stati membri inizi a decorrere dal momento in cui le norme di attuazione (atti delegati) della Direttiva Omnibus saranno finalizzate e rese note agli intermediari, ossia dalla loro pubblicazione in Gazzetta Ufficiale UE.