Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale

in Economia e
Finanza

Tesi di Laurea

L'impatto della Retail Investment Strategy sul modello di business delle banche e sulla tutela dell'investitore

Relatrice
Ch.ma Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureando
Nicolò Gargiulo
Matricola 883357

Anno Accademico
2024 / 2025

INDICE

Introduzione *1*

I. Il contesto normativo prima della Retail Investment Strategy *3*

1.1. La direttiva MiFID **3**

1.2. La direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR **12**

1.2.1. La struttura di mercato 14

1.2.2. I requisiti organizzativi delle imprese di investimento 18

1.2.3. Le regole di conduzione del business delle imprese d'investimento 21

1.2.4. Gli effetti del pacchetto MiFID II-MiFIR 25

1.3. Il Regolamento PRIIPs **28**

1.3.1. Gli ambiti di applicazione del Regolamento PRIIPs 30

1.3.2. Il Key Information Document (KID) 32

1.3.3. Gli effetti del Regolamento PRIIPs 37

II. La Retail Investment Strategy *41*

2.1. L'introduzione del pacchetto e la procedura di trilogo **41**

2.2. La *product governance* e il *value for money* **46**

2.2.1. Product governance e value for money nella Retail Investment Strategy 46

2.2.2. Il value for money prima della Retail Investment Strategy 52

2.2. Il perseguimento del miglior interesse del cliente e la consulenza **57**

2.3. Gli incentivi **62**

2.3.1. La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy 63

2.3.2. *L'effetto dei divieti sugli incentivi e il caso del Regno Unito* 67

2.4. L'incentivo all'educazione finanziaria del cliente **73**

2.5. Comunicazioni e pratiche di marketing **77**

2.5.1. Le novità sulle pratiche di marketing e la disciplina dei finfluencers 77

2.5.2. Le modifiche al regolamento PRIIPs 80

III. Le implicazioni della Retail Investment Strategy sul modello di business delle banche *83*

3.1. Appropriatezza ed adeguatezza nella Retail Investment Strategy **83**

3.2. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 ..... **86**

3.2.1. La Verifica di Adeguatezza in generale 87

3.2.2. I controlli previsti dal Modello di Valutazione di Adeguatezza 92
3.2.3. La metodologia best in class 98
3.2.4. I parametri di comparazione della metodologia best in class: OICR 99
3.2.5. I parametri di comparazione della metodologia best in class: prodotti di investimento assicurativi 102
3.2.6. I parametri di comparazione della metodologia best in class: prestiti obbligazionari.... 105
3.2.7. I parametri di comparazione della metodologia best in class: investment certificates.... 107
3.2.8. Verifica di costo-beneficio e raccomandazioni in switch 109

3.3. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 2 112
3.3.1. La valutazione ed i controlli di adeguatezza 112
3.3.2. La metodologia best of 118
3.3.3. L'analisi costi-benefici 121

3.4. Il rapporto tra le politiche di adeguatezza dei *player* analizzati e le proposte della Retail Investment Strategy 124

Conclusioni* *131

Bibliografia* *135

Sitografia* *147

Introduzione

Nel corso degli ultimi anni, le tematiche della tutela dell'investitore e del suo impatto sul modello di business delle banche hanno assunto un'importanza sempre maggiore nell'ambito della regolamentazione del settore finanziario europeo. Questo fenomeno ha cominciato ad assumere rilevanza dal momento in cui il legislatore europeo ha emanato la Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), finalizzata ad introdurre nel panorama europeo norme che permettessero di incrementare la tutela dell'investitore, la qualità e la trasparenza dei mercati finanziari, con lo scopo di armonizzare il quadro normativo finanziario europeo e di formare un unico mercato dei capitali in Europa. Con la crisi finanziaria globale del 2008, la crisi del debito sovrano del 2009 ed i progressi tecnologici che hanno influenzato i mercati finanziari, il legislatore europeo ha dovuto introdurre il pacchetto di riforme composto dalla direttiva MiFID II e dal regolamento MiFIR, aventi lo scopo di rafforzare le norme introdotte dalla MiFID in materia di tutela dell'investitore e di qualità e trasparenza dei mercati finanziari. All'introduzione di questo pacchetto normativo, il legislatore europeo ha accompagnato anche l'emanazione del Regolamento PRIIPs, recante norme sull'informativa precontrattuale che i *manufacturer* ed i distributori di alcune tipologie di prodotti finanziari devono consegnare alla clientela al fine di renderla informata sulle caratteristiche dei prodotti che intendono sottoscrivere e, di conseguenza, ridurre i casi di *mis-selling*.

Le sfide lasciate aperte dai pacchetti normativi appena descritti, la scarsa partecipazione ai mercati finanziari degli investitori al dettaglio europei, unitamente alla necessità di tutelarli e alla volontà di rendere maggiormente attrattivi i mercati dei capitali europei con lo scopo di unificarli hanno portato il legislatore europeo ad elaborare la Retail Investment Strategy. Quest'ultimo è un ambizioso pacchetto di riforme proposte da Commissione, Parlamento e Consiglio UE che sono ancora in corso di definizione e che recano modifiche al regime normativo del pacchetto MiFID II-MiFIR e del Regolamento PRIIPs. Tali riforme intervengono sul modello di business degli intermediari finanziari, introducendo norme in tema di *product governance*, *value for money*, *inducements*, consulenza finanziaria, perseguimento del miglior interesse del cliente, alfabetizzazione finanziaria di quest'ultimo e comunicazioni di marketing e precontrattuali.

L'introduzione delle misure a tutela degli investitori *retail* proposte nell'ambito della Retail Investment Strategy comporterà numerose conseguenze nel modello di business

delle banche e degli intermediari finanziari, che dovranno modificare le proprie *policy* al fine di adeguarsi al nuovo contesto normativo. Alcune delle appena citate modifiche impattano già oggi sulle politiche dei *player* del settore finanziario, che incorporano già alcune proposte normative della Retail Investment Strategy. Queste ultime verranno affiancate dall'implementazione delle restanti proposte del legislatore europeo, dal momento in cui quest'ultimo approverà il testo definitivo di tale riforma.

Nel Capitolo I della presente analisi verranno presi in considerazione i corpi normativi che hanno preceduto la Retail Investment Strategy, come le direttive MiFID e MiFID II e i regolamenti MiFIR e PRIIPs, considerandone gli impatti sui mercati finanziari e le sfide lasciate aperte per il legislatore.

In seguito, nel Capitolo II si analizzeranno le proposte formulate da Commissione, Parlamento e Consiglio UE nell'ambito della Retail Investment Strategy, al fine di raggiungere gli obiettivi di unificazione dei mercati dei capitali europei e di tutela degli investitori al dettaglio.

Infine, nel Capitolo III si prenderanno in considerazione gli impatti che le proposte della Retail Investment Strategy hanno già avuto sulle *policy* di due banche italiane aventi differenti caratteristiche e dimensioni. L'analisi verrà condotta con particolare riferimento alle politiche di adeguatezza di cui i *player* si sono dotati recentemente al fine di valutare se, in seguito ad operazioni eseguite nell'ambito del servizio di consulenza per gli investimenti, i portafogli dei clienti risultano adeguati rispetto alle loro caratteristiche.

I. Il contesto normativo prima della Retail Investment Strategy

1.1. La direttiva MiFID

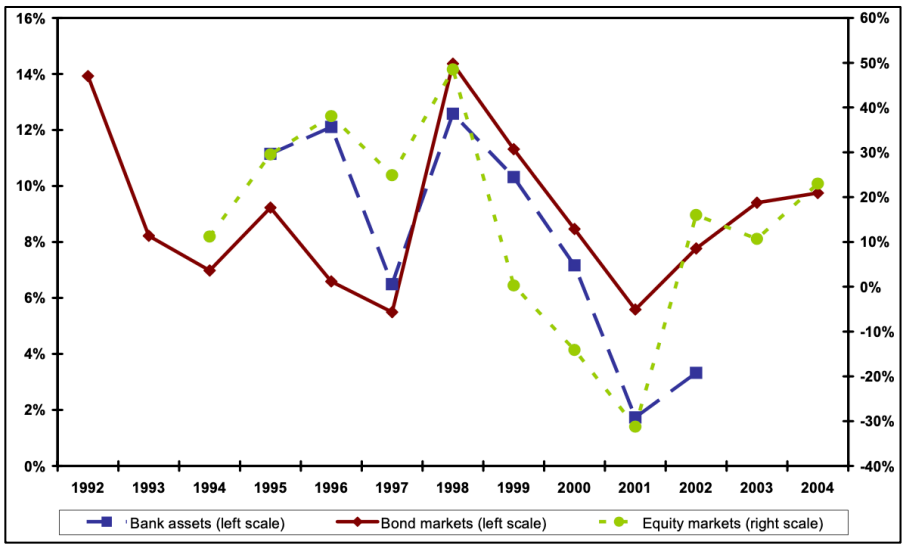
La Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) è una direttiva europea pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 30 aprile 2004 ed entrata in vigore il 1° novembre 2007 nei 31 paesi dello Spazio Economico Europeo. Essa è la direttiva quadro 2004/39/EC, la quale è stata poi completata dalla Direttiva 2006/73/EC e dal Regolamento 1287/2006, che ne hanno permesso l'attuazione (Gillet et al., 2017).

Come riportato da Gillet et al. (2017), la direttiva MiFID è una dei punti fondamentali del piano d'azione per i servizi finanziari (Financial Services Action Plan, FSAP), creato nel 1999 dalla Commissione europea e consistente in 42 misure di armonizzazione delle norme in materia di banche e servizi finanziari dei paesi membri dell'Unione europea, finalizzate ad incrementare la competitività e l'efficienza dei mercati finanziari europei, a garantire la protezione degli investitori e a formare un unico mercato dei capitali europeo. Gillet et al. (2017) evidenziano inoltre come tali scopi si trovino in continuità rispetto ai propositi dell'Atto unico europeo del 1986, ovvero la prima grande revisione del Trattato di Roma (che istituì la Comunità economica europea nel 1957) e la base su cui sono stati definiti i pilastri dell'Unione Europea con il Trattato di Maastricht del 1992. Inoltre, gli obiettivi della direttiva MiFID ricalcano in parte quelli del Financial Services Act del 1986, con il quale avvenne il cosiddetto *London Stock Exchange's Big Bang*: in questo caso, come riportato da Gillet et al. (2017), la riforma intrapresa dal governo di Margaret Thatcher in Inghilterra permise l'incremento della competitività della borsa londinese, grazie ad alcune politiche di deregolamentazione che permisero, come evidenziato da Clemons e Weber (1990), di incrementare il numero di partecipanti al mercato, la competitività tra broker e di introdurre un sistema di negoziazione elettronico. Inoltre, queste novità ebbero il merito di interrompere il declino del sistema bancario e finanziario londinese di quegli anni, prediligendo la competizione e la meritocrazia all'interno dei mercati del Regno Unito.

La direttiva MiFID è stato un passo fondamentale per ridurre la segmentazione normativa in materia finanziaria che caratterizzava i paesi dello Spazio Economico Europeo prima della sua entrata in vigore, oltre che per favorire il successo dell'unione monetaria dell'Eurozona: infatti, secondo Mundell (1961) un aspetto fondamentale che si trova alla base della durabilità di un'unione monetaria è la perfetta mobilità dei fattori produttivi,

incluso il capitale. Inoltre, Praet (2012) ritiene necessario che nell'Eurosistema esista un'integrazione finanziaria, intesa come assenza di frizioni e discriminazioni tra agenti economici (soprattutto in termini geografici) nell'accesso agli investimenti in capitale. Prima della direttiva MiFID, come affermato da Casey e Lannoo (2006), il legislatore europeo mosse già alcuni passi per adattare il contesto normativo europeo al passaggio da un sistema finanziario banco-centrico ad uno mercato-centrico: come si può osservare dal Grafico 1, infatti, tra la fine del XX Secolo e l'inizio del XXI Secolo la crescita del mercato obbligazionario ed azionario ha superato quella del mercato bancario. A questo proposito, nel 1996 entrò in vigore la Investment Services Directive (Direttiva 93/22/Cee), anche chiamata ISD, la quale incrementò la competitività dei mercati finanziari: infatti, numerosi broker indipendenti non riuscirono a evitare di essere inglobati in realtà più ampie (principalmente banche commerciali) in seguito all'entrata in vigore della direttiva, data l'introduzione della licenza singola a livello europeo per svolgere attività di brokeraggio. Casey e Lannoo (2006) evidenziano, però, come la direttiva ISD presentasse il difetto di non aver armonizzato sufficientemente le norme sui mercati finanziari a livello europeo, generando problematiche a livello operativo per i business del settore finanziario, e di aver conferito uno status privilegiato alle borse valori regolamentate. Per questo motivo, la Investment Services Directive venne poi rimpiazzata dalla direttiva MiFID, che inizialmente doveva essere solo una revisione limitata della direttiva ISD, ma poi si è rivelata una direttiva ricca di novità dal punto di vista normativo.

Grafico 1. Crescita dei mercati bancari e finanziari nell'UE



Fonte: Casey e Lannoo (2006)

Gillet et al. (2017) individuano quattro pilastri fondamentali della direttiva MiFID:

- competitività ed efficienza dei mercati finanziari;
- tutela degli investitori;
- trasparenza e qualità dei mercati;
- vigilanza sul rispetto delle norme introdotte.

Con riferimento al tema della competitività e dell'efficienza dei mercati finanziari europei, occorre precisare che la direttiva MiFID aveva l'obiettivo di abolire il monopolio delle borse valori tradizionali e di rimuovere le barriere alla libera circolazione dei capitali, incoraggiando la nascita di infrastrutture integrate tra i paesi a cui la direttiva si riferiva. Gillet et al. (2017) evidenziano come a tal fine la direttiva MiFID abbia abolito la regola di concentrazione prevista dalla Investment Services Directive (ISD), per cui gli Stati Membri potevano imporre che tutte le negoziazioni di strumenti finanziari avvenissero sulle borse valori nazionali tradizionali (i cosiddetti mercati regolamentati). Queste ultime, tramite questa misura, sono state quindi inserite in un contesto competitivo in cui la direttiva MiFID ha introdotto nuovi attori, come:

- i Sistemi Multilaterali di Negoziazione (*Multilateral Trading Facilities* o MTFs), ovvero circuiti di negoziazione gestiti da soggetti privati, come imprese di investimento o mercati regolamentati (Casey e Lannoo, 2006), che organizzano l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari già quotati presso altri mercati nazionali. A differenza di questi ultimi, però, i Sistemi Multilaterali di Negoziazione non possono decretare l'ammissione alle negoziazioni di titoli oggetti di scambio e hanno delle procedure autorizzative diverse da quelle dei mercati regolamentati (Borsa Italiana);
- gli internalizzatori sistematici, ovvero imprese di investimento che eseguono gli ordini dei clienti sistematicamente, frequentemente e in modo organizzato al di fuori di un mercato regolamentato o di MTFs (Borsa Italiana).

Questi soggetti hanno favorito l'incremento della competizione nell'ambito dei sistemi di negoziazione degli strumenti finanziari, cancellando il monopolio delle borse valori tradizionali ed eliminando le barriere legate al *trading* tra paesi europei (Gillet et al., 2017).

Con riferimento al pilastro della tutela degli investitori, Gillet et al. (2017) sottolineano come le banche e le imprese di investimento dovessero rispondere a dei prerequisiti armonizzati sotto il punto di vista del cosiddetto *reporting*, dell'organizzazione interna e

delle regole sulla tutela degli investitori, affinché potessero operare con una singola autorizzazione in tutto il territorio dell'Unione Europea secondo quanto previsto dalla direttiva MiFID. Casey e Lannoo (2006) evidenziano come la direttiva MiFID venisse incontro a queste necessità innanzitutto attraverso l'introduzione di regole armonizzate per la conduzione del business di banche e imprese di investimento, le quali riguardano la negoziazione di strumenti finanziari, il garantire la miglior esecuzione possibile degli ordini dei clienti (*Best execution policy*), la categorizzazione dei clienti e il *reporting* richiesto nei confronti degli stessi. Con riferimento alla *Best execution policy*, Cerini (2011) evidenzia che gli intermediari soggetti alla direttiva MiFID si dovessero dotare di un complesso di regole e procedure che permettano di tener conto del prezzo, dei costi, della velocità e della fattibilità in ambito di esecuzione delle operazioni eseguite per conto dei clienti. Inoltre, con riferimento a categorizzazione dei clienti e *reporting*, Gillet et al. (2017) mostrano come essi dovessero essere suddivisi sulla base della loro compatibilità con ogni tipologia di prodotto di investimento, con obblighi informativi e di tutela crescenti per le banche e le imprese di investimento a seconda che i clienti stessi fossero rispettivamente:

- controparti qualificate (*eligible counterparties*), che operano con esperti sui mercati finanziari e che non ricevono tutele specifiche;
- clienti professionali (*professional clients*), che hanno le competenze per valutare i rischi e le decisioni di investimento intraprese, perciò necessitano di meno informazioni e tutele dei clienti più vulnerabili;
- i clienti retail (*retail clients*), che necessitano del grado massimo di tutela.

Sulla base del livello in cui venivano classificati i clienti, Cerini (2011) mostra come gli intermediari avessero l'obbligo di fornire una consulenza e assistenza nei loro confronti di natura differente sulla base della complessità dei servizi offerti. Per questo motivo, la direttiva MiFID introdusse, nel caso di fruizione da parte dei clienti di servizi più complessi e ad alto valore aggiunto (come gestioni di portafoglio o consulenza finanziaria), una valutazione di adeguatezza obbligatoria (*suitability assessment*), con la quale l'intermediario doveva valutare se il servizio offerto fosse compatibile con gli obiettivi e le conoscenze del cliente: in particolare, nel caso in cui le informazioni ricevute da quest'ultimo fossero insufficienti o lo rivelassero incompatibile con il servizio offerto, l'intermediario doveva evitare di offrire la consulenza o il servizio. Invece, nel caso in cui il cliente fruisse di servizi differenti da quelli per cui è prevista la valutazione di

adeguatezza, Cerini (2011) sottolinea come la direttiva MiFID prevedesse una valutazione di appropriatezza (*appropriatness assessment*), che gli intermediari dovevano condurre per comprendere se il cliente comprendesse i rischi a cui andava incontro con la fruizione di tali servizi, anche sulla base della frequenza con cui in precedenza ha negoziato strumenti finanziari, della conoscenza di questi ultimi, dei suoi livelli di istruzione e della sua professione. In questo caso, l'impresa di investimento non aveva l'obbligo di non permettere la fruizione del servizio offerto al cliente nel caso in cui quest'ultimo non superasse la valutazione, ma solo quello di notificare questa osservazione al cliente. Con riferimento alle valutazioni sopra citate, Cerini (2011) specifica come la direttiva MiFID non prevedesse invece che queste venissero applicate nel caso in cui il cliente usufruisse di un servizio meramente esecutivo, ovvero nel caso in cui il servizio si riferisse unicamente alla negoziazione di strumenti negoziati nel mercato azionario, monetario e obbligazionario, di quote di fondi armonizzati o di altri strumenti finanziari non complessi.

In tema di tutela degli investitori, inoltre, Casey e Lannoo (2006) evidenziano come la direttiva MiFID stabilisse regole sulla *governance* interna delle imprese di investimento, che dovevano garantire continuità dei servizi offerti e una *governance* adeguata e priva di conflitti di interessi. A tal proposito Gillet et al. (2017) specificano che tale insieme di regole prevede l'introduzione di un sistema di controlli interni caratterizzato dalla presenza di un ufficio di *audit*, da una funzione di *risk management* per garantire il corretto funzionamento delle imprese coinvolte dalla normativa e da procedure per individuare e gestire eventuali conflitti di interessi. Inoltre, Cerini (2011) specifica come la direttiva MiFID prevedesse il principio di proporzionalità delle misure di *governance* interna, per il quale queste ultime dovevano essere proporzionali alla tipologia, alle dimensioni e alla complessità organizzativa dell'impresa di investimento, la quale poteva anche esternalizzare alcune di queste secondo i limiti previsti dalla direttiva.

Spostando l'attenzione sul tema della trasparenza e della qualità dei mercati, Gillet et al. (2017) sottolineano l'importanza data dalla direttiva MiFID alla già citata *best execution policy,* la quale è applicabile unicamente alle categorie di clienti professionali e al dettaglio, e alla trasparenza prima e dopo le negoziazioni legate a servizi forniti dalle imprese di investimento. In particolare, dal punto di vista della trasparenza prima delle negoziazioni, gli autori evidenziano come la direttiva MiFID richiedesse che gli operatori dei mercati *order-driven* telematici (mercati in cui le proposte negoziali degli attori del mercato vengono continuamente esposte (Borsa Italiana)) aggregassero le informazioni

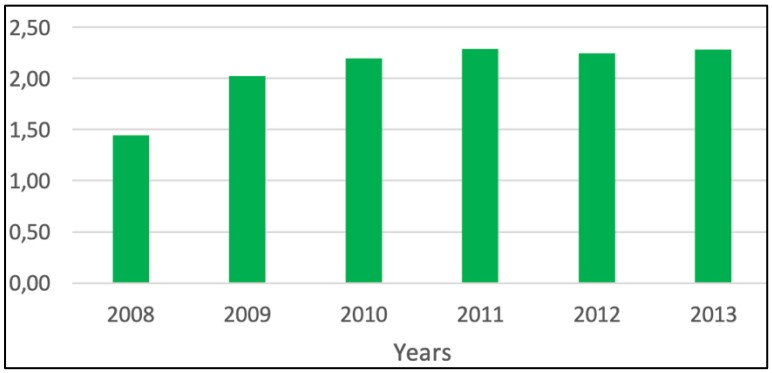
sui titoli azionari in modo da esporre i cinque miglior prezzi per ciascuno di essi sia dal lato *buy* che da quello *sell*, e che i *market makers* dei mercati *quote-driven* (mercati dei *market makers*) esponessero sempre le migliori offerte, anche in questo caso sia per il lato *buy* che per quello *sell*. Con riferimento invece alla trasparenza dopo le negoziazioni, Gillet et al. (2017) aggiungono che la direttiva MiFID richiedeva alle imprese da essa regolamentate di pubblicare il prezzo, il volume e il momento di esecuzione di tutte le negoziazioni in azioni quotate, anche se questo avveniva al di fuori dei mercati regolamentati.

Infine, con riferimento al tema della vigilanza sulle norme previste dalla direttiva MiFID, Gillet et al. (2017) si concentrano sull'analisi delle azioni intraprese da parte del legislatore europeo per eliminare le inefficienze della direttiva ISD in tema di passaporto europeo delle imprese di investimento, finalizzato a permettere a queste ultime di esercitare la propria attività e di fornire servizi alla clientela in tutti i paesi membri dell'Unione Europea. In particolare, gli autori riportano che ciò poteva avvenire su approvazione e sotto la vigilanza dell'autorità competente del paese d'origine dell'impresa di investimento, dell'ente creditizio o del mercato regolamentato (ovvero quello in cui si trova la direzione generale). La direttiva prevedeva che le informazioni sulla trasparenza delle negoziazioni in capo a tali imprese dovessero essere indirizzate all'autorità competente del paese d'origine, la quale poi si sarebbe dovuta interfacciare con quelle degli altri paesi membri in caso di negoziazioni avvenute su base europea (Gillet et al., 2017). Casey e Lannoo (2006) aggiungono che la direttiva MiFID estese la possibilità di accedere al passaporto unico europeo anche ai Sistemi Multilaterali di Negoziazione, ai fornitori di servizi di consulenza per gli investimenti e *asset management* e ad altri mercati, come quelli delle materie prime e degli strumenti derivati.

Gillet et al. (2017) evidenziano come nel corso degli anni successivi all'entrata in vigore della direttiva MiFID sia stato possibile individuare gli effetti che quest'ultima ha generato nei mercati finanziari. In particolare, gli autori evidenziano innanzitutto che la competitività nell'ambito della negoziazione di strumenti finanziari è aumentata: ciò è avvenuto grazie alle maggiori opportunità di scelta per gli investitori in termini di fornitori di servizi finanziari, di prodotti finanziari offerti da questi ultimi e alla sempre maggior diffusione del *trading* algoritmico e ad alta frequenza. Con riferimento a tale aumento di competitività, Doumayrou (2008) affermò che essa avrebbe potuto comportare un decremento nei costi di transazione e ad una riduzione della liquidità dei mercati, a causa dell'aumento della frammentazione generata dall'introduzione dei Sistemi Multilaterali

di Negoziazione e degli internalizzatori sistematici. Questo fenomeno è osservabile nel Grafico 2, dove si può osservare l'evoluzione dal 2008 del *Fidessa Fragmentation Index* (FFI) calcolato rispetto all'indice CAC 40, che Morningstar definisce come il principale indice della Borsa di Parigi, che viene misurato sulla base dei 40 titoli più scambiati e capitalizzati di tale mercato. L'indice FFI è calcolato come il reciproco della somma dei quadrati delle quote di mercato di ciascuna delle sedi di negoziazione e viene generalmente utilizzato per calcolare il livello di competitività di un settore: se l'indice per un titolo è pari a 1 significa che viene negoziato in un'unica sede di negoziazione, mentre se risulta maggiore di 1 rivela un crescente livello di frammentazione (Gillet et al., 2017). La frammentazione crescente mostrata nel Grafico 2 deve essere comunque rapportata al contesto generato dalla crisi economica del 2008, che ha causato una riduzione della liquidità del mercato (Fleuriot, 2010).

Grafico 2. Evoluzione del FFI per l'indice CAC40



Fonte: Gillet et al. (2017)

Secondo Gillet et al. (2017) la frammentazione generata dalla direttiva MiFID può essere analizzata dal punto di vista spaziale e temporale. Con riferimento al primo aspetto, Harris et al. (2012) dimostrano che, studiando i titoli azionari quotati a Londra e Parigi, in seguito all'introduzione della direttiva MiFID si è ridotta l'efficienza della funzione di individuazione del prezzo dei mercati (funzione di *price discovery*), ovvero una delle funzioni fondamentali del mercato (O'Hara, 2003), per la quale il prezzo di un titolo è dato da un equilibrio che riflette al meglio le preferenze della domanda e dell'offerta (Gillet et al., 2017). Nonostante quanto appena affermato, secondo Aitken et al. (2010), che hanno analizzato il caso dei mercati della città di Londra, la funzione di *price discovery* non è migrata dal mercato di borsa centrale, sottolineando l'importanza dei mercati tradizionali pur con l'introduzione di nuovi attori. Per quanto riguarda invece

l'aspetto della frammentazione temporale, intesa come frazionamento degli ordini di titoli, Gillet et al. (2017) evidenziano come essa contribuisca alle difficoltà informative sopra citate e renda più difficile la *Best execution policy* prevista dalla direttiva MiFID, anche a causa dell'assenza di un *consolidated tape* europeo, che l'European Securities and Markets Authority (ESMA) descrive come un sistema che raccoglie i dati sulle transazioni finanziarie e li aggrega a livello europeo in modo tale che siano consultabili dal pubblico come un flusso continuo di informazioni.

La frammentazione di mercato appena descritta, intesa sia dal punto di vista spaziale che temporale, secondo Gresse (2014) non ha impattato in modo significativo sui coefficienti di inefficienza di prezzo dei titoli azionari relativi a società a media ed alta capitalizzazione europee (basati sulla varianza e su indici calcolati a partire da essa). Questa osservazione è inoltre integrata dallo studio di Boneva et al. (2016), che riguarda gli effetti della frammentazione delle negoziazioni azionarie sulla qualità di queste ultime nell'ambito dei mercati finanziari del Regno Unito: in quest'ambito, gli autori osservano un decremento della volatilità e del volume delle negoziazioni presso la *London Stock Exchange* rispetto al contesto precedente all'entrata in vigore della direttiva MiFID, ma un incremento del volume globale delle negoziazioni tenendo conto delle differenti sedi di negoziazione introdotte dalla direttiva. Questo può essere spiegato dal fatto che la frammentazione ha ridotto il volume delle transazioni nei singoli mercati tradizionali, ma il *dark trading* (*trading* che avviene presso i nuovi attori telematici introdotti dalla direttiva) ha contribuito all'aumento del volume delle negoziazioni a livello globale.

Il rinnovato contesto competitivo e normativo generato dalla direttiva MiFID ha segnato la nascita di nuove sfide per il legislatore, che Gillet et al. (2017) riassumono nei seguenti punti:

- l'incremento nella competitività dei mercati non è stato uguale per tutti gli agenti economici coinvolti e molto spesso non è stato percepito dagli investitori finali, i quali hanno sperimentato, in seguito all'entrata in vigore della direttiva nel 2007, una frammentazione dei mercati che ha comportato un peggioramento della qualità dei dati di mercato sulla base dei quali basare le decisioni di investimento, soprattutto in assenza di un cosiddetto *consolidated tape*. Ciò ha comportato una maggiore incertezza nei mercati, oltre che maggiori difficoltà per gli emittenti di strumenti finanziari a ricostruire la liquidità di questi ultimi;
- lo sviluppo tecnologico e dei mercati ha in alcuni casi generato la necessità di

effettuare una revisione di alcune delle norme contenute nella direttiva MiFID, in quanto concepite per il contesto finanziario e tecnologico del 2007;

- la crisi finanziaria del 2008 ha messo in luce alcune vulnerabilità del contesto normativo europeo e internazionale in ambito finanziario, soprattutto dal punto di vista degli strumenti negoziati dagli investitori professionali nei mercati *Over-The-Counter* (OTC), come obbligazioni e strumenti derivati. Secondo gli autori, tali vulnerabilità non richiedevano solo un intervento a livello europeo, ma anche una riflessione a livello internazionale;
- nonostante le controversie sulla natura del loro apporto alla stabilità e alla volatilità dei mercati finanziari, il *trading* algoritmico, ad alta frequenza e la nascita di strumenti finanziari innovativi sono dei fattori che richiedono un elevato livello di protezione degli investitori che accedono a tali opportunità del mercato, che la direttiva MiFID con il passare del tempo non ha più potuto garantire;
- la crisi del debito sovrano che ha investito l'Unione Europea nel 2009 ha dato prova delle problematiche che quest'ultima ha affrontato nel momento in cui doveva assicurare un intervento a favore della stabilità dei paesi membri più colpiti da tale crisi. Queste difficoltà hanno aperto numerosi interrogativi anche sullo stato di avanzamento della realizzazione dell'obiettivo di creare un mercato dei capitali integrato a livello europeo.

Le sfide sopra citate rappresentavano degli aspetti che dovevano essere corretti da parte del legislatore europeo, anche tenendo conto del fatto che dopo l'entrata in vigore della direttiva MiFID fossero scoppiate la crisi finanziaria globale del 2008 e quella del debito sovrano nel 2009. Tali eventi richiedevano un'inversione di tendenza rispetto alla deregolamentazione verso la quale il settore finanziario si stava muovendo. Proprio con il proposito di avviare un nuovo processo di regolamentazione, i paesi membri del G-20 si sono incontrati nel 2008 a Washington e nel 2009 a Londra e Pittsburgh, evidenziando alcuni temi in ambito finanziario che necessitavano di riforme. Questi ultimi vengono riportati da Véron (2014), che sottolinea l'importanza data dall'agenda del G-20 al fatto di rendere maggiormente stringenti le norme applicate ai soggetti già regolamentati prima della crisi finanziaria, applicando nuovi obblighi alle banche *significant* e più in generale a tutti gli istituti di credito in tema di trasparenza. Inoltre, l'autore evidenzia come il G-20 abbia ritenuto importante che nuove norme venissero applicate anche ai mercati *Over-The-Counter* (OTC), agli strumenti derivati negoziati al loro interno, alle modalità con

cui le agenzie di *rating* effettuano le proprie valutazioni, ai *benchmark* finanziari, agli *hedge funds* e al sistema bancario ombra (che la CONSOB definisce come il complesso di mercati, istituzioni e intermediari che offrono servizi di tipo bancario ma non sono soggetti alle norme sulle banche).

Sulla base delle criticità individuate dal G-20, nell'Ottobre del 2011 la Commissione Europea propose di rivedere la direttiva MiFID al fine di rendere il sistema finanziario maggiormente efficiente, competitivo, trasparente e integrato attraverso l'introduzione della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR (Gillet et al., 2017).

1.2. La direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR

Le sfide lasciate aperte dalla direttiva MiFID richiedevano un intervento del legislatore europeo per adattare il contesto normativo alle già citate novità sviluppatesi nei mercati finanziari. Infatti, Yeoh (2019) evidenzia che, nonostante gli obiettivi della direttiva MiFID siano stati parzialmente raggiunti grazie alla nascita di nuovi mercati non regolamentati e alla conseguente minor concentrazione degli ordini in quelli regolamentati, la diminuzione dei costi di transazione dovuta all'introduzione della direttiva si è rivelata maggiormente a favore degli intermediari che degli investitori a causa della crisi finanziaria del 2008. Inoltre, l'autore evidenzia come quest'ultima abbia provocato anche alcuni effetti indesiderati legati ai nuovi obblighi di trasparenza introdotti dalla direttiva MiFID. Yeoh (2019) evidenzia anche che gli investitori non hanno potuto beneficiare a pieno della maggior competitività dei mercati finanziari dovuta alla direttiva MiFID, la quale ha portato in alcuni casi, come già affermato, ad una maggior complessità e opacità dei mercati stessi.

A fronte delle circostanze sopra citate, Gillet et al. (2017) riportano che, in data 20 ottobre 2011, la Commissione Europea propose la direttiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II, ovvero la Direttiva 2014/65/EU) e il regolamento MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation, ovvero il regolamento (EU) N. 600/2014). Come evidenziato da Polidoro (2017), tali strumenti normativi sono la continuazione naturale della direttiva MiFID in termini di obiettivi e principi e sono stati pubblicati nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea nel luglio del 2014: in particolare, il regolamento MiFIR è entrato subito in vigore essendo i regolamenti dell'Unione Europea vincolanti automaticamente, mentre la Direttiva MiFID II richiedeva un recepimento da parte di ogni singolo paese dell'Unione. Questi ultimi, almeno inizialmente, dovevano dare luogo a tale recepimento entro il 3 luglio 2017, termine che poi è stato prorogato al 3 gennaio

2018, data di vera e propria entrata in vigore della direttiva.

Secondo quanto affermato da Gillet et al. (2017) e Prorokowski (2015), gli obiettivi della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR ricalcano in parte quelli della MiFID e si basano principalmente su:

- rinforzare i poteri degli organi di vigilanza;
- rendere i mercati finanziari più stabili ed efficienti;
- aumentare la trasparenza dei mercati;
- introdurre norme più stringenti per i mercati dei derivati costruiti su *commodities* (*commodity derivatives markets*);
- rinforzare la tutela degli investitori.

Secondo Gillet et al. (2017), la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR riguardano quindi tematiche che il G-20 riteneva problematiche e meritevoli di riforme, soprattutto in seguito alla crisi finanziaria globale del 2008. Tali temi riguardavano principalmente l'organizzazione, la trasparenza e la vigilanza dei mercati, con particolare riguardo ai segmenti più opachi del sistema finanziario, come i mercati *Over-The-Counter*, nei quali vengono generalmente negoziati molti degli strumenti derivati meno trasparenti e per i quali si richiedeva, in seguito alla crisi, una maggiore regolamentazione. Polidoro (2017) evidenzia proprio l'importanza del tema della trasparenza all'interno della direttiva MiFID II, in quanto essa introduce misure per cui il cliente di una banca o di un'impresa di investimento viene reso partecipe dei costi sostenuti per usufruire di un determinato servizio e, di conseguenza, ha la possibilità di valutare la qualità della consulenza offertagli. Per questo motivo l'autore sottolinea che il cliente diventa un soggetto centrale nella direttiva MiFID II, così come la sua relazione con il consulente, il quale deve focalizzarsi sulla qualità del servizio che offre, alla luce del nuovo ruolo che il cliente riveste. Inoltre, la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR hanno la funzione di migliorare la liquidità del mercato, diminuendone la frammentazione causata dalle misure a favore della competitività introdotte dalla direttiva MiFID (Yeoh, 2019).

Analizzando innanzitutto la direttiva MiFID II, Gillet et al. (2017) osservano come essa tratti le tematiche dei requisiti organizzativi e non che le imprese di investimento ed i mercati (sia regolamentati che non regolamentati) devono possedere per offrire servizi di investimento, degli obblighi per i fornitori di *data services*, dei poteri delle autorità di vigilanza (anche in termini sanzionatori) e delle regole riguardanti le imprese di investimento di paesi terzi operanti tramite una filiale. A queste tematiche, inoltre, Gillet

et al. (2017) aggiungono anche che una parte consistente della direttiva è dedicata al *trading* ad alta frequenza, ai mercati OTC e a nuovi soggetti introdotti dalla direttiva, come i Sistemi Organizzati di Negoziazione (*Organised Trading Facility* o OTF), di cui si parlerà in seguito.

Considerando il regolamento MiFIR, invece, Gillet et al. (2017) sottolineano come esso contenga norme riguardanti la comunicazione al pubblico dei dati di trasparenza sulle negoziazioni, la *disclosure* dei dati delle transazioni nei confronti delle autorità competenti e l'eliminazione delle barriere per accedere alle entità di compensazione. Inoltre, gli autori evidenziano come gli altri temi coperti dal regolamento riguardino la negoziazione degli strumenti derivati nei mercati regolamentati, le posizioni degli investitori che detengono questi strumenti, la fornitura di servizi da parte di imprese di investimento di paesi terzi che non possiedono filiali sul territorio dell'Unione europea e, infine, le azioni specifiche di vigilanza riguardanti gli strumenti finanziari.

Nel complesso, come affermato da Polidoro (2017), la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR ruotano attorno a tre principali tematiche:

- la struttura di mercato;
- i requisiti organizzativi delle imprese di investimento;
- le regole per la conduzione del business delle imprese d'investimento.

1.2.1. La struttura di mercato

La struttura di mercato è uno dei tre principali temi individuabili nella direttiva MiFID II e nel regolamento MiFIR. Polidoro (2017) analizza tale tematica innanzitutto sotto il punto di vista delle norme riguardanti la trasparenza precedente e successiva alle negoziazioni, che secondo Comana et al. (2019) rappresenta uno degli aspetti fondamentali della direttiva in chiave di protezione degli investitori. Con riferimento alla trasparenza prima delle negoziazioni, Gillet et al. (2017) affermano che il pacchetto normativo ha ampliato i requisiti di trasparenza che la direttiva MiFID prevedeva unicamente per i titoli azionari anche agli strumenti:

- simil-azionari, come le ricevute di deposito azionarie e gli ETF;
- non azionari, come obbligazioni, prodotti strutturati (frutto della combinazione di un titolo *plain vanilla* e di uno o più strumenti derivati, come riportato da Borsa Italiana), quote di emissione e strumenti derivati.

Questo ampliamento degli strumenti finanziari oggetto della trasparenza prima delle

negoziazioni è basato su un cambiamento di approccio del legislatore europeo rispetto a quello che fu una delle cause della crisi finanziaria globale del 2008, per il quale i legislatori non ritenevano necessario estendere le norme di trasparenza agli strumenti finanziari non azionari (Comana et al., 2019). Con riferimento alla trasparenza successiva alle negoziazioni, invece, Comana et al. (2019) riportano come la direttiva MiFID II preveda che le informazioni derivanti dalle negoziazioni debbano essere accessibili ai partecipanti del mercato, includendo ogni tipologia di transazione, a prescindere che avvenga in una sede di negoziazione o meno. Gli autori aggiungono che, secondo la direttiva, i soggetti incaricati a raccogliere a livello europeo tali dati sono i cosiddetti *consolidated tape provider*, ovvero i fornitori del *consolidated tape* europeo che era mancante nella direttiva MiFID: tali soggetti devono assicurare che i dati vengano raccolti in un flusso continuo e che siano riportati in tempo reale, in accordo con quanto permesso dalla tecnologia esistente (Gillet et al., 2017). Come riportato da Comana et al. (2019), tale consolidamento dei dati ha lo scopo di rendere il mercato meno frammentato e quindi maggiormente liquido.

Come riportato da Gillet et al. (2017), le norme su entrambe le tipologie di trasparenza esposte possono essere soggette ad alcune eccezioni, per le quali i soggetti obbligati hanno la facoltà di:

- rinunciare alla trasparenza precedente alle negoziazioni, misura utile nel caso in cui alcuni strumenti presentino una bassa liquidità in sede di negoziazione, in quanto diminuire gli oneri legati alla trasparenza potrebbe aiutare in queste casistiche a perseguire l'obiettivo di mantenere il mercato stabile (obiettivo primario del legislatore), nonostante si vadano a sacrificare dei presidi di tutela degli investitori (Comana et al., 2019);
- differire gli obblighi legati alla trasparenza successiva alle negoziazioni. In particolare, con riferimento ai titoli azionari, il differimento standard è di un giorno di negoziazione al massimo, ma può durare comunque fino alle 12 del secondo giorno di negoziazione successivo a quello di esecuzione, nel caso in cui la transazione sia avvenuta al termine di quest'ultimo (Gillet et al., 2017). Invece, nel caso di strumenti finanziari non azionari, il differimento standard è pari a due giorni di negoziazione (Gillet et al., 2017). In ogni caso, il differimento può essere richiesto solo sotto autorizzazione degli organismi di vigilanza di mercato, a patto che abbia una durata commisurata alla natura dello strumento finanziario a cui si

riferiscono le informazioni di trasparenza differite e che esso sia di beneficio all'impresa di investimento che lo richiede, alle sedi di negoziazione e ai partecipanti del mercato (Gillet et al., 2017). Il regolamento MiFIR in ogni caso prevede alcune eccezioni alle regole sopra descritte (Comana et al., 2019);

- sospendere temporaneamente gli obblighi di trasparenza precedente e successiva alle negoziazioni per gli strumenti finanziari non azionari la cui liquidità si trovi sotto una certa soglia (Gillet et al., 2017).

Come affermato da Polidoro (2017), al momento dell'entrata in vigore della direttiva ci si aspettava un impatto limitato del nuovo regime di trasparenza sugli investitori, ma effetti di carattere secondario rilevanti, come quelli sulla liquidità degli strumenti finanziari che sono stati inclusi all'interno del regime di trasparenza dalla direttiva MiFID II, con conseguenze anche per le imprese di investimento che assumono strategie di portafoglio legate a questi strumenti.

Polidoro (2017) descrive, oltre alla trasparenza, anche le categorie di sedi di negoziazione previste dalla direttiva MiFID II. Quest'ultima mantiene ed affina le definizioni relative ai Mercati Regolamentati e ai Sistemi di Negoziazione Multilaterali, rivede la definizione di Internalizzatore Sistematico ed introduce una nuova categoria di sedi di negoziazione, ovvero i Sistemi Organizzati di Negoziazione (*Organised Trading Facilities* o OTFs) (Polidoro, 2017). Gillet et al. (2017) descrivono questi ultimi come un sistema multilaterale in cui, acquistando o vendendo posizioni, più soggetti possono interagire costituendo un contratto (elemento che limita gli OTFs a strumenti non azionari come obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, permessi di emissione e strumenti derivati). Come sottolineato da Gillet et al. (2017) e Polidoro (2017), le particolarità degli OTFs sono la discrezionalità con cui queste sedi di negoziazione possono eseguire gli ordini e il divieto per questi soggetti di operare con il proprio capitale per produrre un profitto anziché con quello di terzi: ciò mette in luce una differenza con gli Internalizzatori Sistematici, che vengono definiti dalla direttiva come un'impresa di investimento che negozia per proprio conto quando esegue gli ordini dei clienti in modo organizzato, frequente e sistematico (Polidoro, 2017). Nonostante queste caratteristiche peculiari, Gillet et al. (2017) specificano che, secondo quanto previsto dalla direttiva MiFID II, i Sistemi Organizzati di Negoziazione presentano anch'essi obblighi di trasparenza precedente e successiva alle negoziazioni e obblighi di *best execution* degli ordini. Secondo Comana et al. (2019), inoltre, la nuova categoria di sedi di negoziazione introdotta dalla MiFID II funge come strumento legale del legislatore per rendere

maggiormente trasparenti alcune tipologie di transazioni che, prima dell'introduzione del pacchetto composto da MiFID II e MiFIR, avvenivano nei mercati *Over-The-Counter*: dato che la maggior parte di tali transazioni coinvolgevano strumenti derivati, secondo Comana et al. (2019) questa misura è in linea con l'obiettivo della direttiva di conferire maggiore stabilità ed efficienza al mercato anche in risposta agli effetti negativi della crisi finanziaria del 2008.

Nell'ambito della tematica delle sedi di negoziazione, Gillet et al. (2017) riportano anche che il pacchetto normativo MiFID II-MiFIR richiede ai Sistemi Multilaterali di Negoziazione di allinearsi ad alcuni requisiti richiesti alle imprese di investimento e agli operatori dei mercati regolamentati, tra cui:

- dotarsi di sistemi, misure e risorse finanziare per gestire, identificare e mitigare i rischi, permettendo un'esecuzione efficiente e puntuale delle transazioni che avvengono al loro interno e per un corretto funzionamento del mercato;
- dotarsi di presidi per identificare e gestire i conflitti di interessi che li coinvolgono.

Polidoro (2017) aggiunge a quanto affermato finora, in ambito di struttura del mercato, anche le previsioni del regolamento MiFIR con riferimento alle negoziazioni di strumenti derivati *Over-The-Counter*. In questo caso il pacchetto MiFID II-MiFIR si basa sul regolamento EMIR (European Market Infrastructure Regulation), entrato in vigore il 16 agosto 2012 e contenente norme sulla trasparenza e sulla riduzione del rischio dei mercati dei derivati OTC, passo ritenuto necessario dal G-20 di Pittsburgh del 2009 (Dell'Erba, 2017).

Il Regolamento EMIR, come affermato da Dell'Erba (2017), richiede che i derivati OTC che rispettano determinati requisiti siano soggetti all'obbligo di compensazione tramite le Controparti Centrali di Compensazione (*Central Counterparties* o CCPs), definite da Banca d'Italia come soggetti che si interpongono tra le due parti di una transazione evitando che questi siano esposti al rischio di inadempienza e garantendo quindi il buon fine dell'operazione, facendo anche uso della raccolta di garanzie. Inoltre, il Regolamento EMIR richiede che vengano invece applicate tecniche di mitigazione del rischio a tutti i derivati OTC che non sono soggetti all'obbligo di compensazione centralizzata. In ogni caso, Dell'Erba (2017) riporta che le transazioni che coinvolgono entrambe le tipologie di derivati appena definite devono essere riportate ai Depositari delle Negoziazioni (Trade Repositories o TRs), per i quali il regolamento prevede regole di conduzione del business e standard prudenziali (così come avviene per le Controparti Centralizzate).

Come riportato da Gillet et al. (2017), il regolamento MiFIR prevede che tutti gli strumenti derivati che sono assoggettati agli obblighi sanciti dal regolamento EMIR e che siano sufficientemente liquidi debbano essere selezionati dall'ESMA e sottoposti all'obbligo di venire negoziati in mercati regolamentati, in MTFs o in OTFs. Gli autori riportano inoltre che, secondo il regolamento MiFIR, le transazioni in strumenti derivati soggetti e non agli obblighi di compensazione previsti dal regolamento EMIR devono essere sottoposte agli enti di compensazione e accettate da questi ultimi il più rapidamente possibile (coerentemente con i limiti tecnologici degli strumenti automatizzati utilizzati).

1.2.2. I requisiti organizzativi delle imprese di investimento

Polidoro (2017) afferma che la direttiva MiFID II porta avanti i temi di *corporate governance* già previsti dalla MiFID e li aggiorna per adeguarli al rinnovato contesto finanziario successivo alla crisi del 2008. In particolare, l'autore si concentra innanzitutto sul modo in cui la nuova direttiva definisce le norme per le funzioni interne delle imprese di investimento e dei mercati regolamentati, che secondo Polidoro (2017) riguardano:

- *compliance*, per la quale l'impresa d'investimento deve dotarsi di una funzione indipendente e con le necessarie autorità, risorse e competenze per poter valutare il rispetto da parte dell'impresa delle norme previste dal pacchetto MiFID II-MiFIR (Polidoro, 2017);
- *risk management*, per cui l'impresa d'investimento deve dotarsi di una funzione indipendente (almeno da quella di gestione di portafoglio) la quale sia in grado di identificare i rischi legati alle attività, ai processi e ai sistemi dell'impresa e di definire le soglie di tolleranza di tali rischi (Polidoro, 2017);
- conflitti d'interesse, per cui l'impresa d'investimento deve dotarsi di presidi per prevenire, gestire o al massimo comunicare eventuali conflitti d'interessi tra l'impresa e i suoi clienti o tra due o più clienti (Polidoro, 2017);
- *product governance*, per la quale l'impresa deve dotarsi di funzioni di controllo sui prodotti che costruisce o distribuisce in modo che essi risultino coerenti con il loro mercato di riferimento (Polidoro, 2017). Gillet et al. (2017) aggiungono che tali valutazioni devono essere effettuate prima che gli strumenti finanziari commercializzati vengano distribuiti sul mercato ed essere accompagnate in primis dall'individuazione del mercato di riferimento, dei rischi associati alla commercializzazione dei prodotti e della coerenza tra la strategia di distribuzione

di tali prodotti e il mercato di destinazione. Gillet et al. (2017) evidenziano come il regime MiFID affidi all'EBA (European Banking Authority), all'ESMA e alle autorità di vigilanza nazionali dei poteri di *product intervention*, attraverso cui esse monitorano i mercati e gli strumenti finanziari, mettendo in atto restrizioni o divieti di distribuzione per determinati prodotti nel caso in cui rappresentino una minaccia per l'investitore;

- conservazione dei dati, infatti le imprese hanno l'obbligo di raccogliere i dati relativi ai servizi, alle attività e alle transazioni in cui sono coinvolte. Tra questi dati il legislatore richiede la raccolta anche delle registrazioni di telefonate e delle conversazioni che hanno portato ad una transazione. I dati raccolti devono essere conservati dalle imprese per cinque o sette anni, sulla base di quanto stabilito dal legislatore (Polidoro, 2017).

Secondo Polidoro (2017), il nuovo regime introdotto dalla MiFID II in tema di funzioni interne delle imprese di investimento avrebbe dovuto comportare alcuni adattamenti significativi dell'organizzazione interna, soprattutto con riferimento agli obblighi in ambito di product governance e di conservazione dei dati.

Oltre a trattare il tema della *corporate governance*, nell'ambito delle regole di conduzione delle imprese di investimento, Polidoro (2017) descrive anche le norme contenute nel pacchetto MiFID II-MiFIR riguardanti gli *inducements*, le commissioni di negoziazione e i pagamenti per la ricerca. Come riportato dall'autore, la direttiva MiFID II proibisce ai manager degli investimenti delle imprese sopracitate di accettare commissioni o qualsiasi benefit di carattere monetario o non monetario da parte di soggetti differenti dal cliente che siano differenti da quelli di carattere minore, i quali sono definiti dalla Commissione Europea come proporzionati, ragionevoli e non in grado di influenzare il percipiente in modo dannoso nei confronti dei propri clienti. Polidoro (2017) porta come esempi di benefit di carattere minore:

- le informazioni di base su strumenti finanziari o servizi di investimento;
- le conferenze o i seminari sulle caratteristiche specifiche degli strumenti finanziari distribuiti;
- i presidi di ospitalità di carattere ragionevole nel caso di conferenze o seminari.

Polidoro (2017), inoltre, aggiunge che nel caso di servizi di ricerca per la qualità degli investimenti, gli incentivi vengono ammessi solo se vengono pagati direttamente dall'impresa di investimento che li mette in atto o se vengono pagati da un conto dedicato

alla ricerca gestito dall'impresa stessa, il quale deve essere finanziato rigorosamente da commissioni per la ricerca applicate ai clienti (ricalcolate frequentemente sulla base delle necessità di ricerca dell'impresa, finalizzata al miglioramento della qualità delle decisioni di investimento). Polidoro (2017) evidenzia come i cambiamenti introdotti in tema di incentivi da parte del pacchetto MiFID II-MiFIR sanciscano un punto di svolta rispetto al passato nell'ambito del modello di business delle imprese d'investimento, della distribuzione dei prodotti d'investimento e della ricerca interna effettuata da tali imprese. Polidoro (2017), dopo aver trattato il tema degli *inducements*, evidenzia come la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR prevedano norme riguardanti il *trading* algoritmico e ad alta frequenza, temi che rappresentavano una delle sfide lasciate aperte dalla direttiva MiFID in quanto rappresentanti una minaccia per l'integrità e per la liquidità del mercato (Polidoro, 2017). Con riferimento a ciò, Gillet et al. (2017) affermano che le imprese di investimento che sono convolte nella pratica del *trading* algoritmico o ad alta frequenza si debbano dotare di sistemi di negoziazione adeguati e di controlli su questi ultimi. Ciò è stabilito affinché i sistemi di negoziazione presentino la capacità di gestire i volumi di tali tipologie di *trading*, di porre limiti e soglie a tali pratiche, e di prevenire eventuali errori negli ordini o altre problematiche che potrebbero minare l'integrità e la liquidità del mercato.

Infine, in tema di requisiti organizzativi per le imprese, Polidoro (2017) sottolinea come il pacchetto MiFID II-MiFIR tratti anche il tema delle imprese di investimento di paesi terzi rispetto all'Unione Europea introducendo un quadro normativo armonizzato: ciò non era previsto dalla direttiva MiFID, che prevedeva un passaporto unico europeo per le imprese di investimento, ma non copriva il tema di quelle provenienti da paesi terzi. Il pacchetto MiFID II-MiFIR richiede, secondo Gillet et al. (2017), che l'impresa di investimento proveniente da un paese terzo rispetto all'Unione Europea operi attraverso una filiale sul suolo di quest'ultima per poter offrire servizi ai clienti *retail*: di conseguenza, gli autori evidenziano come essa possa operare senza una filiale solo nel caso in cui offra servizi a controparti qualificate o clienti professionali. In ogni caso, affinché l'impresa d'investimento di un paese terzo possa accedere al regime armonizzato previsto dal pacchetto MiFID II-MiFIR, occorre che essa sia sottoposta nel proprio paese d'origine ad una vigilanza equivalente a quella applicata nell'Unione Europea.

Polidoro (2017) evidenzia come le nuove regole riguardanti le imprese d'investimento dei paesi terzi sanciscano un'apertura dei mercati finanziari dell'Unione Europea: secondo l'autore, gli effetti di tali misure dipendono dall'efficacia del processo di

valutazione dell'equivalenza tra i regimi di vigilanza dell'Unione Europea e dei paesi terzi da cui provengono le imprese a cui si riferiscono le misure appena descritte.

1.2.3. Le regole di conduzione del business delle imprese d'investimento

Polidoro (2017) analizza le novità portate dalla direttiva MiFID II e dal regolamento MiFIR nell'ambito degli standard di conduzione del business delle imprese di investimento ed evidenzia come, rispetto al passato, il legislatore europeo abbia reso maggiormente esigente il processo attraverso cui le imprese dimostrano di aver seguito gli standard sopra citati, andando a richiedere una raccolta, un'analisi e una registrazione dei dati di mercato più approfondita rispetto alla MiFID I. In particolare, Busch (2017) afferma che se la direttiva MiFID poteva essere considerata come un testo normativo rigido in tema di regole sulla conduzione delle imprese di investimento, in virtù di una maggiore protezione dell'investitore il pacchetto MiFID II-MiFIR risulta ancor più stringente. In prima battuta, Busch (2017) evidenzia la differenza tra servizio di investimento e attività di investimento: in particolare la prima espressione si riferisce al caso in cui l'impresa d'investimento operi per conto del cliente, mentre la seconda a quello in cui essa opera per conto proprio. Secondo Busch (2017) questa distinzione risulta fondamentale, in quanto le regole di conduzione del business delle imprese d'investimento ed i loro effetti sulla tutela degli investitori sono applicabili unicamente nel caso in cui l'impresa operi per conto del cliente. L'autore mostra che la direttiva MiFID II amplia lo spettro di casistiche riconducibili all'operatività per conto del cliente, incrementando di conseguenza la tutela degli investitori (anche se non abbastanza secondo l'autore, essendo la differenza tra attività e servizio di investimento facilmente aggirabile e arbitraria). Dopo aver definito tale classificazione, Busch (2017) afferma che se l'impresa di investimento fornisce effettivamente un servizio al cliente, il livello di tutela di quest'ultimo dipende dalla categoria di clientela in cui viene inserito e dalla tipologia di transazione effettuata.

Busch (2017) descrive le categorie in cui viene suddivisa la clientela, che sono sovrapponibili a quelle già descritte nell'ambito della direttiva MiFID I. Infatti, il pacchetto MiFID II-MiFIR ricalca la classificazione riportata da Gillet et al. (2017), per la quale i clienti sono suddivisi nelle seguenti categorie:

- clienti professionali (*professional clients*), di cui il pacchetto normativo fornisce una lista esaustiva. Quest'ultima è composta da banche, imprese d'investimento e

altre istituzioni finanziarie come fondi comuni d'investimento armonizzati (UCITS) e alternativi (AIFs), oltre che da governi ed enti pubblici di carattere nazionale o regionale (Busch, 2017);

- controparti qualificate (*eligible counterparties*), che rappresentano un sottoinsieme dei clienti professionali, in particolare quello dei clienti altamente professionali (Busch, 2017);
- i clienti al dettaglio (*retail clients*), che includono tutti i clienti non classificati come controparti qualificate o clienti professionali, incluse le municipalità e gli enti pubblici locali (Busch, 2017).

Busch (2017) specifica che i clienti retail sono quelli più tutelati dal punto di vista informativo, mentre quelli professionali e le controparti qualificate presentano tutele rispettivamente decrescenti, in quanto presentano maggiori competenze, conoscenze ed esperienza in ambito finanziario. Con riferimento a ciò l'autore sottolinea che la direttiva MiFID II presenta un'interpretazione restrittiva per quanto riguarda la classificazione di un cliente nelle categorie meno tutelate, rafforzando la protezione dell'investitore. Nel regime della MiFID II, come riportato da Busch (2017), la categoria in cui i clienti vengono classificati può variare in due casi:

- su richiesta dei clienti all'impresa d'investimento, la quale può decidere se assecondarla o meno nel caso in cui il cliente presenti i requisiti necessari per accedere a categorie più o meno tutelate;
- su iniziativa dell'impresa d'investimento.

Una volta individuate le categorie della clientela, Busch (2017) sottolinea il principio espresso dalla direttiva MiFID II per il quale l'impresa d'investimento deve operare in modo onesto, corretto, professionale e nel miglior interesse del cliente: tale principio prende il nome di Dovere Generale di Lealtà (*General Duty of Loyalty*) e si applica a tutte le categorie di clienti dell'impresa di investimento, segnando una novità rispetto al regime normativo della MiFID I, in cui il principio non riguardava le controparti qualificate. Secondo Busch (2017), il Dovere Generale di Lealtà presenta numerose applicazioni, che si possono individuare nelle regole per la conduzione del business delle imprese di investimento stabilite dal pacchetto MiFID II-MiFIR, le quali fanno riferimento ai seguenti temi:

- obblighi informativi;
- valutazioni di appropriatezza (*appropriateness assessment*) e di adeguatezza

(*suitability assessment*);

- regole di *best execution*;
- regole di gestione degli ordini dei clienti;
- regole sulla consulenza finanziaria dipendente e indipendente.

Analizzando ognuno degli aspetti appena citati, innanzitutto il pacchetto MiFID II-MiFIR introduce regole sugli obblighi informativi delle imprese d'investimento, per i quali queste ultime devono fornire al cliente informazioni corrette, chiare e non fuorvianti (Schaeken Willemaers, 2014). Sulla base di questo principio, gli obblighi informativi variano in base alla categoria di clientela verso cui l'impresa indirizza le informazioni e, con riferimento a clienti *retail* e professionali, essi ricalcano in parte quelli della direttiva MiFID (Busch, 2017). Per tali categorie, agli obblighi previsti dalla MiFID, l'impresa d'investimento deve aggiungere anche quelli di indicare ai clienti se gli strumenti finanziari o i servizi offerti si riferiscono alla categoria dei clienti *retail* o professionali e di comunicare al cliente almeno annualmente ed in modo estensivo le informazioni sui costi e sulle commissioni associati ai servizi offerti (Busch, 2017). In particolare, ciò deve avvenire seguendo modalità stringenti di presentazione e di indicazione degli scenari di rendimento futuri del servizio offerto nel caso dei clienti *retail*, che vengono maggiormente tutelati rispetto a quelli professionali e alle controparti qualificate, che comunque vengono sottoposti anch'essi ad un regime informativo più stringente rispetto a quello della direttiva MiFID (Busch, 2017).

Passando al tema delle valutazioni di appropriatezza (*appropriateness assessment*) e di adeguatezza (*suitability assessment*), queste seguono gli stessi principi di base introdotti dalla direttiva MiFID, per i quali:

- la valutazione di adeguatezza viene applicata nell'ambito del servizio di consulenza per gli investimenti o di gestione di portafoglio. Nel caso dei clienti *retail* essa valuta le conoscenze, l'esperienza, gli obiettivi d'investimento e la situazione finanziaria del cliente. Invece, per gli investitori professionali la valutazione deve attestare l'esperienza, le conoscenze, il grado di comprensione dei rischi e la capacità di sostenere perdite del cliente (Busch, 2017);
- la valutazione di appropriatezza viene applicata ai clienti *retail* al fine di verificare se un servizio o uno strumento finanziario a cui non si applica la valutazione di adeguatezza risulta appropriato rispetto alle loro conoscenze ed alla loro esperienza (Busch, 2017).

Inoltre, la direttiva MIFID II restringe le casistiche per le quali le imprese di investimento possono non eseguire la valutazione di appropriatezza, pur chiarendo alcuni passaggi di quest'ultima, e introduce regole più stringenti per la valutazione di adeguatezza: in particolare, tali regole si riferiscono all'affidabilità delle informazioni raccolte dai clienti professionali e al dettaglio (tenendo conto che non è applicabile alle controparti qualificate) e al tema della rappresentanza di persone giuridiche, di clienti o di gruppi di clienti nell'ambito della valutazione sopra citata (Busch, 2017).

Con riferimento alle regole di *best execution*, invece, Busch (2017) riporta come la direttiva MIFID II modifichi in parte quanto previsto dalla MiFID, la quale richiedeva alle imprese di investimento di intraprendere tutte le azioni ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i clienti nell'ambito di una transazione eseguita per loro conto: infatti, la direttiva MiFID II richiede che vengano intraprese tutte le azioni sufficienti per ottenere il miglior risultato possibile per il cliente, invece che quelle ragionevoli. Inoltre, la direttiva MiFID II adatta le regole di *best execution* anche agli OTFs, al fine di aumentare la competitività tra sedi di negoziazione, ed introduce nuovi obblighi informativi verso il cliente e il pubblico con riferimento alla politica di esecuzione degli ordini, al fine di aumentare la tutela per gli investitori (Busch, 2017).

Le regole di *best execution* del pacchetto MiFID II-MiFIR, secondo le previsioni di Polidoro (2017), richiedono quindi alle imprese d'investimento di adattare ad un regime normativo più stringente le proprie politiche di esecuzione degli ordini ed il proprio processo di sorveglianza delle negoziazioni, al fine di garantire una maggior qualità di esecuzione degli ordini.

Il pacchetto MiFID II-MiFIR, inoltre, aggiunge alle regole di *best execution* anche quelle di gestione degli ordini dei clienti, per cui le imprese d'investimento devono applicare procedure e presidi per una pronta e corretta esecuzione degli ordini di strumenti finanziari legati a operazioni eseguite da altri clienti o alle negoziazioni dell'impresa d'investimento stessa (Busch, 2017). Tali regole si applicano solo alle categorie dei clienti *retail* e degli investitori professionali e, a differenza delle regole di *best execution* che riguardano il raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente nell'esecuzione di un ordine, esse sono mirate a garantire la posizione del cliente all'interno dell'impresa d'investimento (Busch, 2017).

Infine, nell'ambito delle regole di conduzione del business delle imprese di investimento, la direttiva MiFID II introduce nuove regole sulla consulenza finanziaria dipendente e indipendente, le quali sono state elaborate anche grazie al ruolo sempre più centrale della

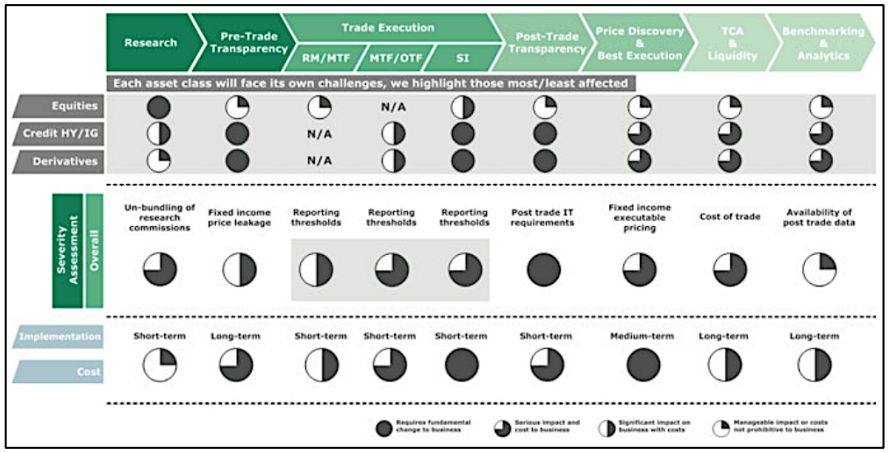
consulenza nell'ambito della MiFID II, sia in chiave di tutela dell'investitore che di funzionalità del mercato (Di Ciommo, 2017). In prima battuta, Di Ciommo (2017) riporta che la direttiva distingue tra consulenza indipendente e dipendente: tale distinzione è legata al fatto che un consulente finanziario si possa considerare indipendente solo se valuta un'ampia gamma di strumenti finanziari diversificati per emittente e per fornitore e se non riceve incentivi (salvo quelli meno rilevanti). A prescindere dalle distinzioni, in ogni caso, i consulenti dipendenti e indipendenti devono rispettare regole di trasparenza, correttezza e di idoneità del servizio reso al cliente e devono rispondere a requisiti organizzativi e di controllo, affinché non ci sia confusione per la clientela sulla tipologia di consulenza a cui accedere nel caso in cui si rivolga a consulenti ibridi, ovvero organizzati per entrambe le tipologie di consulenza, fermo restando che non possono essere offerte dalla stessa persona fisica (Di Ciommo, 2017). Tali presidi, secondo l'autore, sono ideati sulla base del fatto che il consulente finanziario debba essere valorizzato come professionista, il quale deve creare un rapporto di fiducia reciproca con il cliente applicando le norme a sua tutela precedentemente citate.

1.2.4. Gli effetti del pacchetto MiFID II-MiFIR

Polidoro (2017) afferma che molte delle previsioni normative della direttiva MiFID sono state rinforzate dal pacchetto composto dalla direttiva MiFID II e dal regolamento MiFIR: un esempio sono le norme riguardanti i temi della *product governance*, della profilazione della clientela, della trasparenza e delle regole di conduzione del business delle imprese d'investimento. L'autore individua una forte differenza tra la direttiva MiFID e il pacchetto oggetto di discussione, in quanto la prima presentava un impatto sulle imprese d'investimento unicamente dal punto di vista della *compliance* e dei costi ad essa relativi, mentre la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR impattano direttamente sulle strategie, sul modello di business e quindi sui proventi delle imprese d'investimento, messi a rischio dalle novità introdotte dal legislatore europeo (si osservino in tal senso i principali impatti della nuova direttiva sulla catena del valore dei mercati finanziari nelle Figure 1 e 2). Per questo motivo e per le più stringenti previsioni normative, le imprese d'investimento hanno accolto con meno entusiasmo e con maggior scetticismo il pacchetto MiFID II-MiFIR rispetto alla direttiva precedente (Comana et al., 2019). Inoltre, secondo Comana et al. (2019), l'approccio rigido seguito dal legislatore nella redazione delle norme relative al pacchetto non risulta ottimale, così come quello seguito in occasione della direttiva MiFID, che generava un contesto normativo troppo

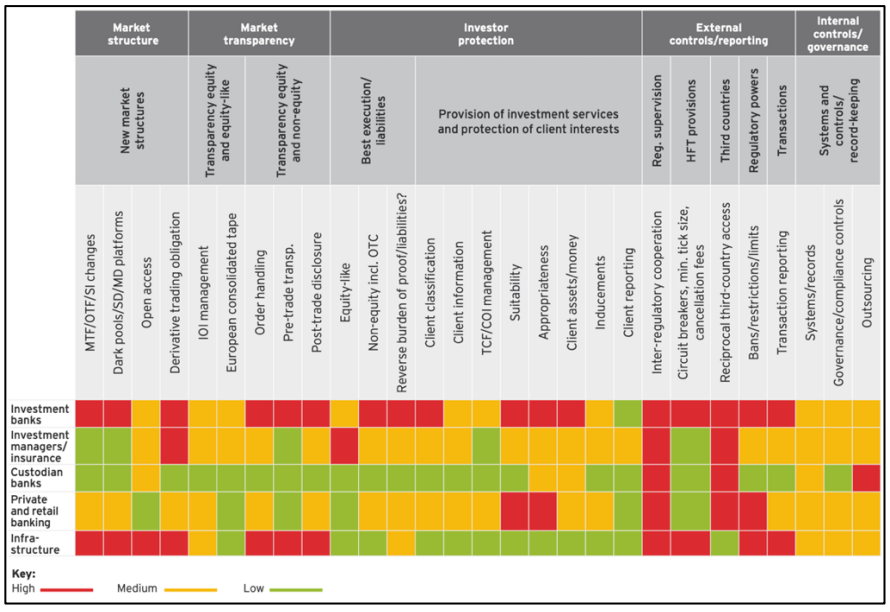
delegificato. Secondo gli autori, quindi, il legislatore europeo avrebbe dovuto seguire un approccio maggiormente bilanciato tra questi due esempi estremi, creando un ambiente normativo che conciliasse le esigenze di tutela dell'investitore, legate a maggiori obblighi a carico delle imprese d'investimento, a quelle di stabilità ed efficienza dei mercati finanziari.

Figura 1. Impatto della MiFID II sulla catena del valore dei mercati



Fonte: BCG e Markit (2016)

Figura 2. *Heat map* preliminare degli impatti della MiFID II



Fonte: EY (2015)

Comana et al. (2019) affermano, con riferimento alle novità introdotte dalla MiFID II, che l'introduzione di una nuova tipologia di sede di negoziazione come gli OTFs ha

generato un ponte tra la realtà dei mercati non regolamentati (gli *Over-The-Counter*) e quelli regolamentati. Questa novità è considerata dagli autori il miglior sforzo che il legislatore potesse compiere per combattere la frammentazione dei mercati finanziari e migliorare la trasparenza dei prodotti negoziati nei mercati OTC, in quanto è difficile immaginare soluzioni diverse da quella attuata per raggiungere tali scopi, nonostante la nuova infrastruttura del mercato risulti spesso complicata e causi alti costi di *compliance* alle imprese d'investimento.

Comana et al. (2019) sottolineano anche come il pacchetto MiFID II-MiFIR possa comportare, nell'ambito del rapporto tra intermediario e cliente, che quest'ultimo risulti meno consapevole rispetto ai servizi e agli strumenti finanziari a cui accede, a causa di un sovraccarico di informazioni fornite dai documenti che gli intermediari sono costretti a consegnare alla clientela e alla scarsa alfabetizzazione finanziaria di quest'ultima. Quindi, gli autori sottolineano come non vi sia certezza sul fatto che le regole di tutela degli investitori e di trasparenza corrispondano ad un'allocazione efficiente delle risorse a disposizione, essendo difficile per i clienti assumere un corretto comportamento finanziario con le norme attuali.

Comana et al. (2019) evidenziano anche come la direttiva MiFID II segni un cambiamento importante rispetto alla MiFID I nel ruolo del cliente: infatti, quest'ultimo deve essere maggiormente trasparente nei confronti dell'intermediario rispetto al passato, fornendo a quest'ultimo informazioni che dimostrino la sua consapevolezza rispetto al servizio d'investimento di cui usufruisce e che evidenzino i suoi obiettivi, le sue abitudini di acquisto, i suoi consumi e il suo utilizzo di prodotti finanziari. Inoltre, le informazioni fornite dal cliente devono consentire al consulente finanziario di fornire al cliente prodotti e servizi d'investimento adeguati dal punto di vista del rischio e del rendimento. Secondo gli autori, queste novità portate dalla direttiva MiFID II rappresentano un importante passo avanti nella relazione tra cliente e intermediario, per il quale l'alfabetizzazione finanziaria dell'investitore viene posta al centro del rapporto tra le due parti: ciò è fondamentale affinché non vi sia un rapporto di eccessiva fiducia e quindi di dipendenza del cliente nei confronti dell'intermediario.

Secondo Comana et al. (2019), inoltre, con riferimento al tema centrale della consulenza, che è un attività che permette la diversificazione e il miglioramento dell'offerta delle imprese d'investimento, un ulteriore passo avanti è dato dalle norme sugli incentivi: infatti, dovendo rinunciare agli *inducement* secondo quanto previsto dalla MiFID II, i soggetti che forniscono una consulenza di tipo indipendente devono caricare commissioni

direttamente ai propri clienti, sviluppando una grande differenza in termini di modello di business e organizzazione rispetto ai consulenti dipendenti.

In conclusione, in seguito ad una valutazione degli effetti del pacchetto MiFID II-MiFIR, Comana et al. (2019) ritengono che quest'ultimo debba subire una riforma che permetta alle forze di mercato di agire per lo sviluppo di nuovi strumenti, pratiche e procedure che diano beneficio ai mercati sotto il punto di vista della frammentazione e dell'efficienza, tenendo allo stesso tempo a bada il rischio di mercato.

1.3. Il Regolamento PRIIPs

Chater et al. (2010) hanno consegnato alla Commissione Europea un report riguardante le decisioni di investimento dei clienti *retail* che dimostrava come un'informativa semplice e standardizzata sui prodotti d'investimento potesse migliorare fortemente le scelte d'investimento dei consumatori europei. Questo concetto viene sottolineato anche da Bidell et al. (2019), i quali affermano che gli investitori al dettaglio hanno subito gli effetti della crisi del 2008 anche a causa di una scarsa comprensione delle caratteristiche dei prodotti in cui investivano, soprattutto dal punto di vista delle perdite inattese. Sulla scorta di quanto appena evidenziato, Colaert (2016) riporta che in data 26 novembre del 2014, pochi mesi dopo la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della direttiva MiFID II e del regolamento MiFIR, il Parlamento europeo ed il Consiglio europeo hanno approvato il regolamento (EU) n. 1286/2014, ovvero il cosiddetto regolamento PRIIPs (*Regulation on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products*). Petrocelli (2015) aggiunge che il regolamento è entrato ufficialmente in vigore il 29 dicembre 2014 ed ha iniziato a produrre i propri effetti sui soggetti destinatari, in accordo con quanto riportato da PwC, dal 1° gennaio 2018.

Come riportato da Colaert (2016) il Regolamento PRIIPs ha introdotto il cosiddetto "KID" o "*Key Information Document*", ovvero un documento attraverso cui il legislatore vuole incrementare la protezione dell'investitore con riferimento a strumenti finanziari aventi caratteristiche differenti ma accomunati dalla loro struttura stratificata o organizzata in un pacchetto. In particolare, tale documento deve essere redatto obbligatoriamente da tutti i soggetti che producono PRIIPs (*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*), ovvero "prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati" destinati alla vendita ai clienti *retail* (Petrocelli, 2015) all'interno dell'Unione Europea (Perchet, 2023). La Tabella 1 distingue tra i prodotti PRIIPs e non.

Tabella 1. Prodotti di investimento PRIIPs e non PRIIPs a confronto

PRIIPs	NON PRIIPs
• Fondi comuni di investimento (attenzione: per gli UCITS sono previsti 5 anni di deroga dalla data di applicazione del Regolamento) • Prodotti assicurativi con una componente di investimento (Unit-linked ecc.) • Prodotti e depositi strutturati • Obbligazioni convertibili • Derivati • Prodotti emessi da SPV	• Azioni • Obbligazioni • Depositi non strutturati • Polizze assicurative con prestazioni dovute solo in caso di decesso e danni gravi • Prodotti pensionistici complementari

Fonte: PwC

Tra i soggetti obbligati del Regolamento PRIIPs è possibile individuare i gestori di fondi, le compagnie di assicurazione, gli istituti di credito e le imprese di investimento (Petrocelli, 2015). Inoltre, Petrocelli (2015) aggiunge anche che il regime stabilito dal Regolamento PRIIPs deve essere seguito anche ai distributori dei PRIIPs, i quali possono essere i produttori stessi (vendita diretta) o altri intermediari (vendita indiretta).

Secondo Colaert (2016), la protezione dell'investitore ricercata dal regolamento PRIIPs viene perseguita dal legislatore:

- migliorando la comparabilità di prodotti finanziari con caratteristiche economicamente simili ma differenti qualifiche di tipo legale. Questo obiettivo è legato al fatto che il contesto normativo antecedente al Regolamento PRIIPs forniva una tutela dell'investitore di tipo settoriale, caratterizzata da una scarsa comparabilità degli strumenti finanziari, i quali erano regolamentati in modo differente sulla base del fatto che fossero prodotti bancari, assicurativi o d'investimento. Il regolamento in esame abbandona questo approccio settoriale a favore di una classificazione dei prodotti per caratteristiche economiche;
- aumentando la qualità delle informazioni che vengono corrisposte all'investitore con riferimento ai PRIIPs e allo stesso tempo riducendo il sovraccarico informativo in capo all'investitore.

Come affermato da Petrocelli (2015), a partire da questi scopi è possibile comprendere come il Regolamento PRIIPs sia stato introdotto al fine di creare regole uniformi in tutta l'Unione Europea sul formato, sul contenuto e sulle modalità di consegna del KID agli investitori *retail*, dando a questi ultimi la possibilità di confrontare tra loro prodotti differenti, al fine di prendere decisioni informate. Per questi motivi, il legislatore europeo ha deciso di introdurre il regime PRIIPs tramite un regolamento, il quale viene

direttamente recepito dagli Stati membri dell'Unione Europea, invece che attraverso una direttiva.

Colaert (2016) suddivide l'analisi di tale regolamento evidenziando innanzitutto gli ambiti di applicazione del Regolamento PRIIPs e, in seguito, descrivendo il principale strumento da esso introdotto per la tutela dell'investitore, ovvero il KID.

1.3.1. Gli ambiti di applicazione del Regolamento PRIIPs

Secondo Colaert (2016), come già accennato precedentemente, la regolamentazione dei settori bancario, mobiliare ed assicurativo prima del Regolamento PRIIPs era prevalentemente settoriale, caratteristica che non si sposava al meglio con i contorni poco definiti di questi settori. Il regolamento in esame ha il merito di adottare un approccio trasversale, in quanto si applica ai prodotti PRIIPs a prescindere da come sono stati costruiti (e quindi dalla loro forma legale), tenendo conto unicamente dello scopo economico con cui è stato costruito il prodotto (Colaert, 2016).

Con riferimento ai prodotti oggetto di regolamentazione, Colaert (2016) riporta che la proposta originaria per il regolamento in esame era riferita ai prodotti PRIPs (*Packaged Retail Investment Product*), ovvero i prodotti d'investimento preassemblati: solo in seguito, il legislatore ha incorporato tra i prodotti oggetto del regolamento anche quelli d'investimento assicurativo (*insurance-based products*). Petrocelli (2015) riporta le definizioni date dal Regolamento PRIIPs per le due categorie di prodotti appena citate, per cui:

- i PRIPs (*Packaged Retail Investment Product*) sono prodotti d'investimento, tra cui anche strumenti emessi da SPV (*Special Purpose Vehicle*, ovvero società che effettuano attività di cartolarizzazione), per i quali l'ammontare ripagabile all'investitore *retail* è soggetto a fluttuazioni a causa della loro esposizione a indici di riferimento o alla performance di uno o più strumenti finanziari che non sono acquistati direttamente dall'investitore;
- i prodotti d'investimento assicurativo (*Insurance-based Products)* sono invece prodotti assicurativi che offrono un valore alla scadenza o al riscatto che è direttamente o indirettamente e parzialmente o completamente esposto a oscillazioni date dal mercato.

Secondo Petrocelli (2015), le definizioni precedenti dimostrano come i PRIIPs possano assumere una grande varietà di forme legali con differenti caratteristiche, ma anche come

essi presentino elementi in comune, ovvero tali prodotti:

- sono concepiti come una forma di accumulazione di capitale con orizzonte temporale di medio-lungo periodo che incorpora un certo grado di rischio (caratteristica che secondo Schaeken Willemaers (2014) qualifica la componente d'investimento dei prodotti PRIIPs), seppur in alcuni casi con alcune garanzie sul capitale investito;
- sono composti da *asset* sottostanti che vengono "impacchettati" generando differenti esposizioni, caratteristiche finanziarie e strutture di costo che l'investitore non potrebbe raggiungere investendo nei singoli asset che li compongono.

Sulla base di quanto appena affermato, Petrocelli (2015) aggiunge che i prodotti PRIIPs includono tutte le tipologie di fondi d'investimento, inclusi quelli armonizzati (UCITS) e non armonizzati (AIFs), le polizze assicurative a scopo d'investimento e altre tipologie di prodotti strutturati (come viene riportato anche nella Tabella 1).

Presentando una struttura stratificata e potendo assumere diverse forme legali, Colaert (2016) afferma che i PRIIPs possono essere poco comprensibili per gli investitori *retail*, prestare il fianco a possibili arbitraggi normativi o, ancor peggio, dar vita al riassemblaggio di tali prodotti: per questo motivo il legislatore ha deciso di introdurre il Regolamento PRIIPs, che tutela gli investitori dal punto di vista della comparabilità e della comprensibilità dei prodotti in cui investe, oltre che dagli arbitraggi normativi.

Una volta definiti i prodotti destinatari degli obblighi previsti dal Regolamento PRIIPs, Petrocelli (2015) e Colaert (2016) specificano che gli strumenti finanziari più semplici, che non sono inclusi nell'ambito dei prodotti d'investimento assemblati e non sono legati ad alcun sottostante, sono esclusi dall'ambito di applicazione del Regolamento PRIIPs. Tra questi prodotti Petrocelli (2015) e Colaert (2016) individuano gli investimenti diretti (come azioni, obbligazioni governative e altri titoli che non incorporano derivati), depositi non strutturati, prodotti di risparmio che non prevedono l'utilizzo di soluzioni d'investimento, prodotti esposti alle oscillazioni dei tassi d'interesse, assicurazioni ramo danni e ramo vita che pagano i benefici unicamente in caso di morte o incapacità per infortunio o malattia ed una vasta gamma di prodotti previdenziali.

Colaert (2016) evidenzia che il Regolamento PRIIPs prevedeva un periodo di transizione di cinque anni prima di essere applicato ai fondi armonizzati (UCITS), i quali erano già sottoposti all'obbligo informativo legato al KII (*Key Investor Information*), un documento

molto simile al KID utilizzato a partire dal 2011 e che è stato sostituito dopo il periodo di transizione dal prospetto KID. Inoltre, l'autore evidenzia come i principi informativi previsti dal Regolamento PRIIPs vengano applicati indipendentemente da quelli previsti da altre fonti normative europee (ad esempio il Regolamento Prospetto e la Direttiva Solvency II).

Sulla base di quanto affermato finora, Colaert (2016) sottolinea come uno degli scopi principali del Regolamento PRIIPs fosse quello di rendere maggiormente accessibili ed armonizzate le informazioni relative ai prodotti omonimi, in modo da migliorare la comparabilità di rischi, costi e caratteristiche di prodotti che presentano forme legali provenienti da diversi settori dell'industria finanziaria. Secondo Colaert (2016) la scelta del legislatore di non applicare ad alcuni prodotti (riportati nella Tabella 1) gli obblighi previsti dal Regolamento PRIIPs è una scelta da rivedere dato che:

- nonostante questi possano avere una struttura più semplice rispetto ai PRIIPs, essi potrebbero risultare meno comprensibili e comparabili per gli investitori *retail* in assenza di una disciplina armonizzata per tutti i Paesi UE sulla documentazione di trasparenza;
- l'assenza di una normativa armonizzata genera costi non necessari per le istituzioni finanziarie, che devono adeguare le proprie pratiche di trasparenza alle norme previste dai diversi Stati membri in cui operano, oltre a dover rispettare anche gli obblighi previsti dal Regolamento PRIIPs per l'omonima tipologia di prodotti.

Rispetto alla problematica appena descritta, Colaert (2016) si auspicava che, come previsto dal Regolamento PRIIPs stesso, dopo quattro anni dall'entrata in vigore del regolamento, le autorità di vigilanza europee proponessero al legislatore alcune linee guida per l'inclusione di ulteriori prodotti nel regime PRIIPs. Nella realtà, come evidenziato da Diritto Bancario, tale revisione non ebbe luogo, dato che le autorità di vigilanza europee hanno richiesto al legislatore unicamente di approfondire le categorie esistenti di prodotti assoggettati al regolamento PRIIPs, senza includerne di nuovi.

1.3.2. Il Key Information Document (KID)

La principale novità introdotta in tema di tutela dell'investitore da parte del Regolamento PRIIPs è il *Key Information Document* (KID), ovvero un breve documento informativo precontrattuale che viene fornito agli investitori retail prima di sottoscrivere un PRIIP e

che contiene le informazioni chiave legate alle caratteristiche, ai costi e ai rischi di quest'ultimo (Perchet et al., 2023). Secondo Perchet et al. (2023) questo documento informativo ha la funzione di rendere più semplice per gli investitori *retail* (ovvero quelli che necessitano di maggiori tutele) la comprensione e la comparazione dei rischi e dei potenziali rendimenti dei prodotti PRIIPs, rimediando quindi alle inefficienze di mercato dovute alle asimmetrie informative e permettendo agli investitori di agire razionalmente (Colaert, 2016). In particolare, Colaert (2016) evidenzia come il KID sia stato introdotto al fine di evitare un sovraccarico informativo in capo agli investitori, in quanto questo si sarebbe rivelato controproducente per la loro tutela.

Secondo quanto affermato da Schaeken Willemaers (2014), il Regolamento PRIIPs prevede che gli ideatori dei prodotti omonimi (o qualunque soggetto abbia applicato modifiche sostanziali al profilo rischio-rendimento e ai costi di un PRIIP preesistente) siano responsabili per la messa a punto e l'aggiornamento con cadenza almeno annuale (Colaert, 2016) del KID, il quale deve essere pubblicato sul sito web del produttore prima che il prodotto venga reso disponibile agli investitori *retail*. L'obbligo di redigere il KID è valido fino a quando il PRIIP viene negoziato su un mercato secondario (Petrocelli, 2015) e la consegna di tale documento può essere delegata a soggetti terzi (in caso di vendita indiretta dei PRIIPs), pur senza che questi siano responsabili del documento stesso: infatti, la responsabilità relativa al KID rimane sempre in capo al soggetto delegante (Schaeken Willemaers, 2014). I soggetti che possono essere delegati da parte del responsabile della sua redazione sono, ad esempio, i consulenti o i venditori di PRIIP: essi hanno l'obbligo di consegnare l'informativa precontrattuale con una tempistica ragionevole rispetto al momento in cui l'investitore assume l'effettiva decisione d'investimento (Colaert, 2016).

Il Regolamento PRIIPs prevede regole sul formato del *Key Information Document*, il quale deve essere standardizzato e breve, in modo da non generare un sovraccarico di informazioni per l'investitore: per questo motivo può essere composto da un massimo di tre facciate in formato A4 e i caratteri utilizzati devono essere leggibili (Colaert, 2016). Inoltre, al fine di mantenere la comprensibilità e la comparabilità del KID, la sua struttura (intesa come l'ordine delle sezioni che lo compongono e i titoli di queste ultime) deve essere standardizzata e i colori che compongono il documento non devono essere pregiudizievoli ai fini della sua comprensibilità (Colaert, 2016). Infine, Petrocelli (2015) aggiunge che, secondo il Regolamento PRIIPs, il KID deve essere redatto in una delle lingue ufficiali del Paese membro in cui si trova l'investitore o in una di quelle accettate

dalle autorità competenti di quest'ultimo.

Il Regolamento PRIIPs prevede inoltre alcune norme sulla qualità delle informazioni fornite dal KID. Infatti, come riportato da Colaert (2016), il KID deve contenere informazioni accurate, corrette, chiare e non fuorvianti, oltre che coerenti con i documenti contrattuali e di offerta del prodotto d'investimento; inoltre, tali informazioni devono essere espresse in un linguaggio chiaro e comprensibile per l'investitore. Colaert (2016) aggiunge anche che, secondo il Regolamento PRIIPs, il KID deve essere neutrale e indipendente rispetto ai documenti di marketing offerti al cliente e, inoltre, deve riportare esplicitamente sotto al titolo una nota esplicativa che ne sottolinei la neutralità e che affermi: «Il presente documento contiene informazioni chiave relative a questo prodotto d'investimento. Non si tratta di un documento promozionale. Le informazioni, prescritte per legge, hanno lo scopo di aiutarvi a capire le caratteristiche, i rischi, i costi, i guadagni e le perdite potenziali di questo prodotto e di aiutarvi a fare un raffronto con altri prodotti d'investimento.» (Regolamento (EU) n. 1286/2014, art. 8, co. 2).

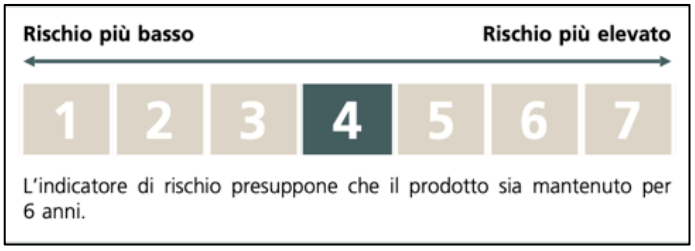
Il Regolamento PRIIPs, inoltre, disciplina quale deve essere il contenuto del *Key Information Document*. Innanzitutto, Colaert (2016) riporta che il KID deve contenere il titolo "*Documento contenente le informazioni chiave*" e la seguente frase, posta successivamente alla sopra citata nota esplicativa: «State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione.» (art. 8, co. 3, lett. b), Regolamento (EU) n. 1286/2014). Inoltre, Colaert (2016) riporta che il KID deve inoltre riportare il numero identificativo ed il nome del PRIIP, i contatti e l'autorità competente del produttore di quest'ultimo, e la data del documento. A tali informazioni, Petrocelli (2015) aggiunge che, come previsto dall'art. 8 del Regolamento PRIIPs, il documento deve contenere le seguenti sezioni:

- "Cos'è questo prodotto?", che contiene indicazioni sulla tipologia di prodotto, sui suoi obiettivi e le modalità con cui vengono perseguiti, la tipologia di investitori *retail* a cui il PRIIP è rivolto, le prestazioni assicurative offerte (nel caso in cui il prodotto le preveda) e la durata del PRIIP;
- "Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?", che contiene una descrizione del profilo rischio-rendimento del prodotto, coadiuvata da un indicatore di rischio riassuntivo (Figura 3), da una valutazione degli scenari di performance (Figura 4), dalla massima perdita possibile sul capitale investito, dalle condizioni sui rendimenti per gli investitori *retail*, dai tetti alle performance

(se presenti) e dall'impatto della normativa fiscale;

- "Cosa accade se il [nome dell'ideatore del PRIIP] non è in grado di corrispondere quanto dovuto?", che contiene una breve descrizione del caso in cui le perdite date da questo scenario vengano ripagate da schemi di compensazione o di garanzia per gli investitori. Se tali schemi sono presenti, la sezione riporta informazioni sulla tipologia di schema, sul nome del garante e su quali rischi vengono coperti dallo schema stesso;
- "Quali sono i costi?", che presenta una descrizione dei costi diretti e indiretti associati all'investimento nel PRIIP, accompagnata da alcuni indicatori riassuntivi di tali costi (Figura 5) e dall'indicazione dei costi addizionali caricati dai consulenti, distributori e venditori del PRIIP;
- "Per quanto tempo devo detenerlo? Posso ritirare il capitale prematuramente?", che contiene l'indicazione di un periodo di cancellazione o ripensamento per il PRIIP (se previsto), del periodo minimo di detenzione richiesto o raccomandato, della possibilità di disinvestire prima della scadenza (e delle condizioni che si applicano in tale caso) e, infine, delle possibili conseguenze di una dismissione anticipata del PRIIP;
- "Come presentare reclami?", che contiene informazioni su come l'investitore retail si deve comportare e a chi si deve rivolgere nel caso in cui volesse presentare un reclamo riguardante il PRIIP o la condotta del produttore, del consulente o del venditore del prodotto;
- "Altre informazioni rilevanti", che riporta alcune indicazioni sui documenti informativi addizionali che devono essere consegnati all'investitore *retail* in fase precontrattuale ed in seguito alla sottoscrizione del PRIIP, ad esclusione dei materiali di carattere pubblicitario.

Figura 3. Esempio di indicatore sintetico di rischio nel KID



Fonte: Eurizon Asset Management

Figura 4. Esempio di scenari di performance nel KID

Periodo di detenzione raccomandato		6 anni	
Esempio di investimento		10.000 EUR	
Scenari		in caso di uscita dopo 1 anno	in caso di uscita dopo 6 anni (periodo di detenzione raccomandato)
Minimo	Non esiste un rendimento minimo garantito. Potreste perdere il vostro intero investimento o parte di esso.		
Stress	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	2.410 EUR -75,93%	2.490 EUR -20,70%
Sfavorevole	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	9.030 EUR -9,70%	9.170 EUR -1,43%
Moderato	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	10.600 EUR 6,03%	14.810 EUR 6,77%
Favorevole	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	12.770 EUR 27,66%	16.700 EUR 8,93%

Fonte: Eurizon Asset Management

Figura 5. Esempio di indicazione dei costi totali nel tempo

Esempio di investimento 10.000 EUR	in caso di uscita dopo 1 anno	in caso di uscita dopo 6 anni (periodo di detenzione raccomandato)
Costi totali	424 EUR	2.084 EUR
Incidenza annuale dei costi*	4,2%	2,9%

Fonte: Eurizon Asset Management

Oltre alle sezioni appena presentate, Petrocelli (2015) afferma che il KID deve riportare anche un'indicazione precisa delle proprie funzioni e che deve essere privo di costi per l'investitore *retail*, il quale lo deve ricevere prima della transazione e con adeguato anticipo rispetto alla sua conclusione. Un'eccezione è il caso in cui la transazione avvenga sulla base di comunicazioni a distanza con il cliente *retail* da parte del soggetto obbligato: in questo caso, in alcune circostanze, è possibile consegnare il KID appena dopo la conclusione della transazione (Petrocelli, 2015). Petrocelli (2015) aggiunge anche che il KID deve essere fornito al cliente *retail* in forma cartacea, ad eccezione di alcuni casi in cui può essere consegnato tramite altre tipologie di mezzi durevoli o siti web: in questi casi, il cliente può comunque richiedere il KID in forma cartacea e senza costi aggiuntivi. Infine, Petrocelli (2015) fa riferimento anche al tema delle comunicazioni di marketing relative ai PRIIPs: infatti, l'autore mette in evidenza che l'art. 9 del Regolamento PRIIPs richiede che tali comunicazioni non entrino in conflitto con le informazioni contenute nel KID e non ne diminuiscano la rilevanza. Questa norma richiede ai soggetti obbligati a redigere il KID di dotarsi di adeguati presidi di *compliance*, anche alla luce del fatto che non esiste un criterio oggettivo che stabilisce le casistiche in cui le comunicazioni

pubblicitarie risultano lesive per le informazioni contenute nel KID (Petrocelli, 2015).

1.3.3. Gli effetti del Regolamento PRIIPs

Colaert (2016) afferma che le caratteristiche del KID sono estremamente utili ad affrontare le problematiche legate al sovraccarico informativo degli investitori *retail* e alle loro difficoltà nel comprendere la documentazione precontrattuale, in quanto rappresenta un documento breve e semplice da comprendere, anche grazie alla modalità di presentazione delle informazioni. Come già sottolineato da Colaert (2016), quest'ultima è basata sull'utilizzo di sezioni sintetiche e indicatori facili da comprendere, che fungono da strumento efficace contro il fenomeno della «complessità strategica» (Colaert, 2016, p. 216), per il quale alcuni intermediari finanziari rendono volutamente complessi per il cliente i termini e le condizioni, il gergo e le strutture dei costi contenuti nei documenti informativi, al fine di rendere più difficile per l'investitore la comprensione di quali siano i migliori strumenti d'investimento presenti sul mercato. Questo rende sicuramente chiaro quanto importante sia il ruolo del KID dal punto di vista della comparabilità dei PRIIPs per l'investitore *retail*, anche se è difficile trovare una simile tutela anche per prodotti diversi da quelli preassemblati, per i quali risulterebbe altrettanto necessario conferire agli investitori alcuni strumenti per poterne mettere a confronto le caratteristiche e quindi cogliere i migliori prodotti non PRIIPs presenti sul mercato (Colaert, 2016).

Quanto appena affermato evidenzia come il Regolamento PRIIPs costituisca un corpo normativo fondamentale per la tutela dell'investitore, ma mostra anche che, se studiato con un punto di vista più ampio e insieme all'introduzione della Direttiva MiFID II, tale fonte normativa possa costituire anche uno stimolo per la competizione tra settori, prodotti e paesi in ambito finanziario (Petrocelli, 2015). Queste novità richiedono un impegno attivo anche da parte dei:

- produttori di KID, i quali devono mantenere presidi aziendali che vigilino sull'intero ciclo di vita del documento, in modo da essere in grado di garantire che esso sia sempre aggiornato e disponibile (Petrocelli, 2015). Inoltre, tali presidi sono necessari al fine di gestire la responsabilità di produrre un KID che non sia fuorviante e dannoso per gli investitori al dettaglio (Petrocelli, 2015);
- distributori, i quali invece devono essere sempre aggiornati sui KID dei PRIIP che vendono e che hanno la responsabilità di consegnarlo, ove delegati, all'investitore

retail (Petrocelli, 2015).

Oltre a generare gli effetti sopra esposti, la normativa sul *Key Information Document* lascia alcuni interrogativi aperti. Il primo è legato alla definizione di investitore *retail*, ovvero della categoria di soggetti che il Regolamento PRIIPs vuole tutelare. Infatti, come affermato da Colaert (2016), all'interno del regolamento la definizione di tale categoria di clienti è di natura residuale, in quanto gli investitori *retail* vengono visti come tutti quei clienti che non sono considerabili professionali: questa definizione risulta estremamente ampia e non fornisce un investitore di riferimento a cui è rivolto il Regolamento PRIIPs, rendendo improbabile che il KID risulti comprensibile per ognuno dei soggetti che fanno parte della categoria degli investitori *retail*. Volendo individuare il profilo tipico di un investitore appartenente a questa categoria, Colaert (2016) si rivolge alla definizione di consumatore medio riportata dal Considerando 18 dalla Direttiva europea sulle pratiche commerciali sleali e afferma che, considerando un investitore medio a cui vengono rivolti i KID dei PRIIPs, allora saranno presenti investitori che presentano meno competenze in ambito finanziario della media ed altri invece che ne avranno di più. Secondo Colaert (2016), ciò provoca una situazione per cui il KID previsto dal Regolamento PRIIPs risulta troppo difficile per alcuni investitori *retail* e troppo facile per altri: secondo Lin (2015), ciò risulta poco efficace dal punto di vista regolamentare, in quanto il Regolamento PRIIPs è ideato ipotizzando che tutti gli investitori retail presentino caratteristiche omogenee.

Una volta individuato l'investitore *retail* medio come *benchmark* dei soggetti destinatari, Colaert (2016) considera un'ulteriore questione lasciata aperta dal Regolamento PRIIPs, ovvero si chiede se sia possibile effettivamente creare un KID che sia comprensibile per i soggetti destinatari, soprattutto alla luce del fatto che nella società odierna l'alfabetizzazione finanziaria degli individui è molto bassa (Klapper et al., 2015). Infatti, il KID riguarda prodotti per natura complessi e il cui profilo di rischio e rendimento deriva da uno strumento sottostante, concetto complesso da comprendere per l'investitore *retail* medio anche in presenza di indicatori di natura visuale o schematica riguardanti il rischio, il rendimento e i costi, concepiti appositamente per rendere più comprensibile e comparabile i prodotti (Colaert, 2016). Quanto appena affermato è confermato da London Economics (2015), che ha osservato, tramite delle indagini effettuate su un ampio campione di consumatori per studiare l'utilità degli indicatori riportati nel KID (*Consumer testing study*), che gran parte dei consumatori interessati non sono in grado di trarre delle conclusioni corrette dalle informazioni contenute nel KID. Queste evidenze

confermano studi precedentemente effettuati nell'ambito del *consumer testing* e della finanza comportamentale, per i quali non sempre l'alfabetizzazione degli individui o la somministrazione di informazioni a questi ultimi li porta a compiere scelte corrette dal punto di vista finanziario (Ambuehl et al., 2014): per questo motivo un punto critico del Regolamento PRIIPs riguarda il tema della convenienza per i soggetti obbligati nel sostenere i costi per la somministrazione del KID, dal momento in cui spesso le scelte d'investimento degli individui vengono indirizzate principalmente dalle opinioni di amici, familiari e consulenti (Colaert, 2016).

Date le difficoltà incontrate dagli investitori nel comprendere i formati differenti del KID a loro proposti da parte del *Consumer testing study*, London Economics (2015) ha concluso che gli indicatori di rischio più appropriati da adottare all'interno del KID erano quelli unidimensionali, più semplici da comprendere e comparare rispetto a quelli multidimensionali, i quali scompongono il rischio in più dimensioni. London Economics (2015) evidenzia che la semplificazione di tali indicatori causa una perdita di informazioni sui prodotti, le quali potrebbero essere utili ai consumatori con competenze finanziarie superiori al *benchmark* previsto dal Regolamento PRIIPs (London Economics, 2015). Di conseguenza, la creazione di un documento che bilanci le esigenze di comprensibilità delle informazioni dell'investitore *retail* medio a quelle di accuratezza di cui necessitano gli investitori con più competenze rappresenta una sfida importante per il legislatore e per eventuali futuri emendamenti del Regolamento PRIIPs (Colaert, 2016).

Secondo Colaert (2016), alle sfide già descritte si aggiunge quella riguardante il rischio sistemico legato agli indicatori standardizzati sui costi, rendimenti e rischi dei PRIIPs contenuti nei KID: infatti, è necessario che nella presentazione di tali indicatori sintetici venga utilizzato un metodo di calcolo adeguato, che tenga conto di numerosi elementi che concorrono a definire le variabili rappresentate da ciascun indicatore e che escluda quelle non adeguate ad ottenere un indicatore il più veritiero e standardizzato possibile (ESMA et al., 2015). In particolare, questo aspetto rappresenta una sfida complessa, dal momento in cui i PRIIPs presentano caratteristiche molto eterogenee (ESMA et al., 2015) e la produzione degli indicatori universali che le riassumano genera un rischio sistemico di standardizzazione. L'esistenza di questo rischio può causare effetti avversi nei confronti di tutti i prodotti d'investimento *retail* europei nel caso in cui la metodologia di calcolo degli indicatori funzioni in modo subottimale: per questo motivo gli investitori *retail* devono rimanere sufficientemente cauti nei confronti degli indicatori del KID (Colaert, 2016).

Le problematiche descritte precedentemente risultano attenuate dal legame che il Regolamento PRIIPs presenta con la Direttiva MiFID II e la Direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD), le quali riportano, secondo quanto affermato da Colaert (2016):

- regole di conduzione del business che richiedono agli intermediari di aiutare gli investitori ad effettuare scelte d'investimento appropriate ed adeguate;
- poteri di *product intervention* delle autorità di vigilanza europee, che permettono loro di imporre restrizioni o divieti alla pubblicizzazione, distribuzione o vendita di determinati prodotti finanziari, oltre che alla messa in atto di pratiche finanziarie complesse e rischiose per gli investitori *retail*.

Sulla base delle sfide e delle conseguenze esposte in precedenza, infine, come sottolineato da Colaert (2016), risulta appropriato effettuare una valutazione sul rapporto costi-benefici del Regolamento PRIIPs. In particolare, la Commissione Europea (2012) stimava che l'impatto dei costi legati alla produzione e all'aggiornamento dei KID per i prodotti finanziari, seppur elevato, potesse venire controbilanciato dalla riduzione dei casi di *mis-selling* data dalla comprensione del KID da parte degli investitori *retail*. Secondo la Commissione Europea (2012), ciò avrebbe giustificato il pagamento di commissioni da parte degli investitori, che indirettamente avrebbero finanziato gli obblighi informativi legati al KID per gli intermediari finanziari. Le problematiche e sfide collegate al Regolamento PRIIPs lasciano alcuni dubbi sulla validità del ragionamento della Commissione Europea, soprattutto con riferimento al legame tra la comprensibilità del KID e l'alfabetizzazione finanziaria degli investitori, e mantengono aperte alcune possibilità di migliorare con emendamenti futuri il quadro normativo, analogamente a quanto si può affermare per la Direttiva MiFID II.

II. La Retail Investment Strategy

2.1. L'introduzione del pacchetto e la procedura di trilogo

I mercati finanziari europei e non sono sempre più complessi ed incorporano il rischio che le scelte d'investimento intraprese dagli investitori *retail* risultino spesso di beneficio ai produttori, ai distributori e agli intermediari responsabili delle vendite dei prodotti d'investimento, piuttosto che ai consumatori stessi (Commissione europea et al., 2023). Questi ultimi spesso presentano difficoltà nel valutare e comparare i costi, i rischi e i rendimenti dei prodotti che i mercati finanziari offrono, a causa delle differenze tra questi ultimi e delle modalità con cui vengono presentate le informazioni ad essi inerenti (Commissione europea et al., 2023). Un ulteriore rischio incorporato da tali mercati è quello per cui gli investitori *retail* prendono decisioni sulla base di fattori non sempre legati alla razionalità: infatti, spesso esse vengono condizionate da raccomandazioni provenienti da persone fidate (che non hanno sempre le competenze giuste per darle) o da campagne pubblicitarie (Commissione europea et al., 2023). Per questi motivi, come osservato nell'ambito del regime MiFID e PRIIPs, il legislatore europeo incorpora nelle norme alcuni strumenti di tutela dell'investitore affinché esso possa prendere decisioni di investimento sulla base di un livello minimo di trasparenza dei prodotti, in grado di prevenire le asimmetrie informative, e di una consulenza per tali prodotti d'investimento, la quale deve essere il più possibile imparziale ed incentrata sugli obiettivi e sulle esigenze del cliente, evitando i conflitti d'interesse o comunque facendo in modo che essi siano resi noti (Commissione europea et al., 2023).

A fronte dei rischi sopracitati, della conseguente necessità di tutelare l'investitore, delle sfide lasciate aperte dal pacchetto MiFID II-MiFIR e dal Regolamento PRIIPs e delle nuove sfide legate alla crescente digitalizzazione della consulenza finanziaria e della distribuzione dei prodotti finanziari, il legislatore europeo ha deciso di introdurre un nuovo pacchetto di riforme al regime MiFID e PRIIPs chiamato Retail Investment Strategy (Commissione europea et al., 2023). Questo pacchetto normativo presenta alcuni obiettivi che sono stati definiti dal *Capital Markets Union 2020 Action Plan*, che secondo quanto riportato dalla Commissione europea rappresenta una revisione del progetto originario di costituire un mercato unico dei capitali europeo. Commissione europea et al. (2023) sottolineano come questa revisione, adottata il 24 settembre 2020, sia stata resa necessaria dal fatto che le precedenti norme introdotte nell'ambito del regime MiFID e

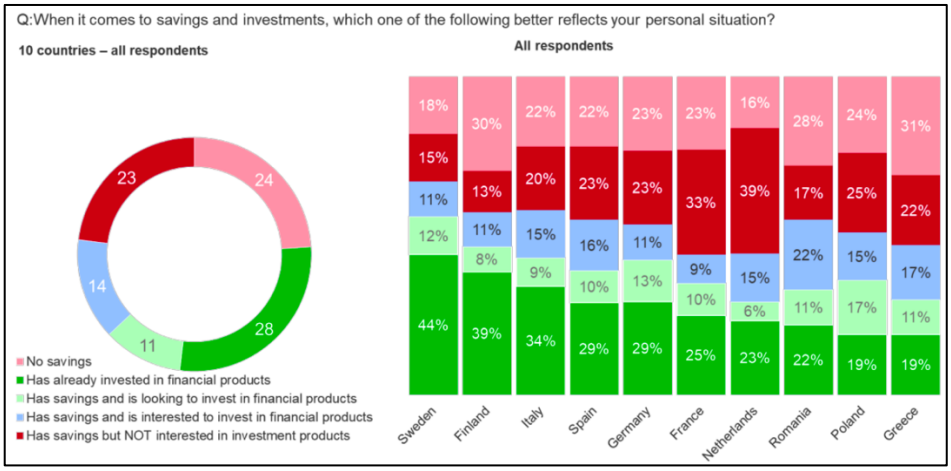
PRIIPs non sono state in grado di ridurre la frammentazione dei mercati.

Secondo quanto riportato da Commissione europea et al. (2023), gli obiettivi della Retail Investment Strategy definiti tramite il *Capital Markets Union 2020 Action Plan* vogliono assicurare che gli investitori retail:

- ricevano una tutela adeguata;
- vengano offerti loro una consulenza priva di distorsioni ed un trattamento equo;
- abbiano accesso ai mercati grazie ad un'offerta di prodotti finanziari competitivi ed efficienti dal punto di vista dei costi;
- possano usufruire di informazioni trasparenti, comparabili e comprensibili sui prodotti d'investimento a loro offerti.

Questi obiettivi, se raggiunti, renderebbero più attrattivi i mercati finanziari: essi sono legati al fatto che, analizzando i comportamenti degli investitori, Commissione europea et al. (2023) hanno individuato come i cittadini europei presentino bassi tassi di investimento e che questi ultimi siano molto differenti anche sulla base del paese o del segmento demografico considerati. Il Grafico 3 fa riferimento alle risposte date dai componenti del campione di un'indagine condotta da Commissione europea et al. (2023) su un gruppo di 10 paesi UE ad un quesito riguardante la propria situazione finanziaria. Le evidenze provenienti da tale indagine permettono di osservare la sopra citata bassa percentuale di investimento degli investitori *retail* (Commissione europea et al., 2023).

Grafico 3. Tassi di investimento degli investitori retail europei



Fonte: Commissione europea et al. (2023)

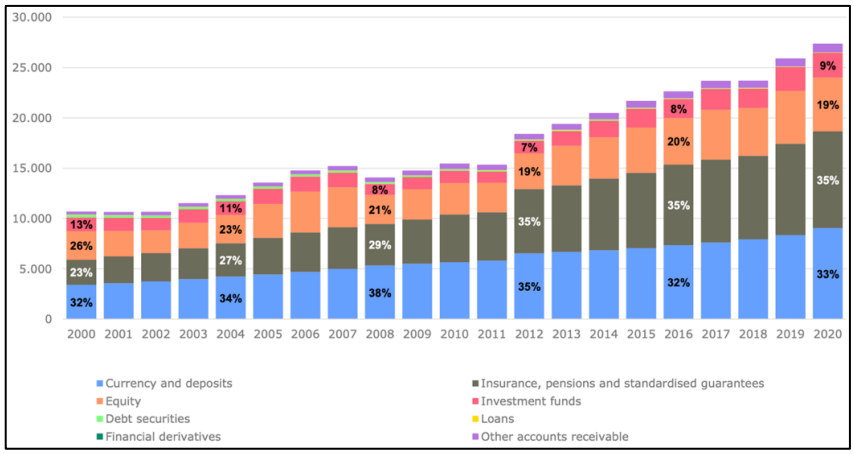
La scarsa partecipazione degli investitori al dettaglio europei ai mercati finanziari è

osservabile nonostante l'Europa presenti uno dei tassi di risparmio individuale più elevati al mondo (Eurofi, 2022). Infatti, tale tasso è pari al 12,4% del reddito medio lordo disponibile europeo osservato tra il 2013 e il 2019 (Eurostat, 2021a), quasi il doppio di quello registrato negli Stati Uniti d'America nello stesso periodo, pari al 7,2% (Federal Reserve Economic Data, 2023). Secondo Annunziata (2023), la differenza tra UE e USA è legata a tre fattori:

- inclusione finanziaria, intesa come combinazione di educazione ed alfabetizzazione finanziaria e di tutela dell'investitore. Gortsos (2016) la definisce come il processo attraverso cui viene garantito un pronto, affidabile ed adeguato accesso a un'ampia gamma di prodotti e servizi finanziari in tutti i segmenti della società (inclusi quelli più vulnerabili), attraverso approcci tradizionali ed innovativi, tra cui si individuano i programmi di educazione finanziaria;
- maturità dei mercati dei capitali, che può essere influenzata da fattori di carattere geopolitico, storico, socio-demografico e culturale;
- struttura del sistema pensionistico.

Inoltre, un'ulteriore evidenza che ha portato il legislatore europeo a costituire un pacchetto normativo avente gli obiettivi precedentemente esposti è quella per cui, dal quarto trimestre del 2000 a quello del 2020, le famiglie europee hanno raddoppiato la quantità di attività finanziarie possedute: infatti, in tale arco temporale, esse sono aumentate da un valore di 10,7 a 27,4 trilioni di Euro, come si può anche osservare nel Grafico 4 (Eurostat, 2021b).

Grafico 4. Attività finanziarie delle famiglie europee



Fonte: Eurostat (2021b)

Secondo Commissione europea et al. (2023), il forte incremento nella domanda di attività finanziarie da parte degli investitori *retail* è dovuto principalmente ai seguenti fattori:

- i bassi tassi di interesse che sono stati registrati nel periodo considerato da Eurostat (2021b), i quali hanno portato gli investitori a cercare rendimenti maggiori investendo nei mercati finanziari;
- la tendenza degli investitori retail a cercare prodotti d'investimento a basso costo, sempre più presenti sui mercati e molto attrattivi;
- la crescente offerta di prodotti etichettati come sostenibili, che attraggono anche nuove tipologie di investitori;
- una forte crescita nella domanda di *crypto-assets*, soprattutto tra i giovani e i segmenti di investitori che ricercano rischi maggiori nel mercato.

Nel contesto descritto si osserva quindi, nonostante la crescita della domanda di attività finanziarie, una partecipazione ancora troppo bassa degli investitori *retail* ai mercati finanziari, oltre ai già descritti rischi presenti sul mercato e alle sfide lasciate aperte dal contesto normativo precedente. Ciò ha contribuito a spingere il legislatore europeo a costruire un pacchetto normativo che risponda all'obiettivo stabilito dal *Capital Markets Union 2020 Action Plan*, per il quale il legislatore deve rendere l'Unione Europea un luogo ancor più sicuro in cui investire nel lungo termine (Annunziata, 2023). Tale pacchetto normativo prende il nome di Retail Investment Strategy ed è stato pubblicato dalla Commissione europea il 24 maggio 2023 (Annunziata, 2023). Secondo quanto riportato da Piccinno (2024), la Retail Investment Strategy è composta da due atti normativi di primo livello, ovvero:

- la Proposta di Direttiva Omnibus, di carattere trasversale e contenente emendamenti delle direttive sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), sulla distribuzione assicurativa (IDD), sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (UCITS), sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD) e sull'accesso all'attività di assicurazione e di riassicurazione e sul suo esercizio (Solvency II);
- un regolamento che modifica il Regolamento PRIIPs.

L'iter di approvazione del pacchetto normativo appena descritto non è ancora concluso, in quanto ancora oggetto di negoziati interistituzionali volti a giungere ad un accordo provvisorio da parte delle istituzioni europee, ovvero la Commissione europea, il Parlamento europeo e il Consiglio europeo, che presentano posizioni divergenti sulle

misure da mettere in atto con la Retail Investment Strategy (Di Carlo e Gobbo, 2024). Secondo Delreux e Laloux (2017), questi negoziati prendono il nome di trilogo, a cui partecipano:

- il Parlamento europeo, rappresentato da un *rapporteur*, ovvero un eurodeputato in grado di preparare e presentare a tale istituzione relazioni contenenti emendamenti o risoluzioni che possono essere poi votati dall'intero Parlamento (Parlamento europeo, 2006). Il *rapporteur* guida un gruppo di negoziazione composto da altri suoi omologhi e dal rappresentante del comitato parlamentare responsabile della materia oggetto di discussione;
- il Consiglio europeo, rappresentato dalla Presidenza di turno, la quale deve stringere accordi che devono essere poi approvati dall'istituzione che rappresenta;
- la Commissione europea.

Attraverso la procedura di trilogo, quindi, i rappresentanti del Parlamento e del Consiglio europeo ricevono un mandato da parte di queste istituzioni contenente gli emendamenti da presentare rispetto alla proposta della Commissione europea (Delreux e Laloux, 2017). Con particolare riferimento alla Retail Investment Strategy, Arrigoni e Savazzi (2024) riportano che la procedura di trilogo ha avuto inizio con la pubblicazione della Proposta di Direttiva Omnibus della Commissione europea del 24 maggio 2023, a cui hanno fatto seguito la versione dell'ECON (*Committee on Economic and Monetary Affairs*) al Parlamento europeo del 2 aprile 2024 e quella del Consiglio europeo, che ha raggiunto un accordo sulla propria posizione nell'ambito della Retail Investment Strategy il 12 giugno 2024 (Arrigoni e Savazzi, 2024). Questo accordo, in particolare, rende pronta questa istituzione a negoziare con il Parlamento europeo sulla forma finale del pacchetto normativo (Consiglio europeo, 2024).

Le posizioni espresse dalle istituzioni europee che partecipano alla procedura di trilogo riguardano alcuni temi comuni che, come riportato da Di Carlo e Gobbo (2024), consistono in: migliorare trasparenza e comparabilità dei prodotti d'investimento standard e delle performance di portafoglio per gli investitori *retail*, risolvere le problematiche legate al pagamento o percepimento di incentivi (*inducements*), proteggere gli investitori dalle pratiche di marketing scorrette, assicurare che la consulenza finanziaria avvenga nel miglior interesse del cliente (*best interest*), ridurre i costi e gli oneri dei prodotti e servizi offerti, migliorandone il rapporto qualità prezzo (*value for*

money), e offrire programmi di educazione finanziaria ai cittadini, in modo che prendano decisioni informate e consapevoli (*financial literacy*).

2.2. La *product governance* e il *value for money*

Nel presente paragrafo vengono analizzate le misure previste dalla Retail Investment Strategy nell'ambito della *product governance* e del *value for money*, ovvero i temi della regolamentazione sul processo di governo e controllo dei prodotti finanziari ed assicurativi (PwC, 2024). Rispetto a queste tematiche, il pacchetto di riforme promosso dalle istituzioni europee intende introdurre norme che permettano di garantire il giusto rapporto tra costi e benefici dei prodotti di investimento che presentano un mercato di riferimento composto da investitori al dettaglio (PwC, 2024). Dopo aver analizzato le proposte della Commissione europea, del Parlamento europeo e del Consiglio europeo riguardanti le misure da adottare al fine di permettere agli investitori al dettaglio di accedere a prodotti con *value for money* positivo, oltre agli effetti che queste misure presentano sulla tutela dell'investitore *retail* e sul modello di business delle imprese di investimento, viene operato un confronto sul tema tra il settore assicurativo e quello finanziario. In particolare, oggetto di analisi sono l'attuale normativa sul *value for money* prevista per il settore assicurativo e le misure che verranno adottate in futuro dai due settori, in seguito all'approvazione della Retail Investment Strategy. In particolare, tale confronto viene condotto al fine di individuare le cause per cui il settore assicurativo ha sviluppato prima di quello finanziario un quadro normativo sui temi trattati e di sottolineare le differenze tra le norme attuali e quelle in via di approvazione.

2.2.1. Product governance e value for money nella Retail Investment Strategy

Secondo Annunziata (2023), nell'ambito della tutela degli investitori e dell'incentivazione di questi ultimi a impiegare i propri fondi nei mercati finanziari europei, un primo aspetto fondamentale da analizzare è quello delle regole di *product governance* che le imprese di investimento devono seguire al fine di identificare il mercato di riferimento dei prodotti proposti alla clientela, sulla base della classificazione dei prodotti stessi (in base alle loro caratteristiche) e dei clienti. In particolare, prima della proposta della Commissione europea sulla Retail Investment Strategy del 24 maggio 2023, il tema della *product governance* è stato poco considerato nel regime MiFID, a favore di quello della classificazione dei clienti, nonostante quest'ultimo sia strettamente

legato alla classificazione e alla regolamentazione dei prodotti ideati e distribuiti dalle imprese di investimento (Annunziata, 2023). Infatti, secondo Annunziata (2023), solo attraverso l'adozione da parte di queste ultime di criteri comuni di *product governance* e di classificazione della clientela definiti dal legislatore, i quali siano comprensibili e verificabili dalle autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali, è possibile evitare casi di *mis-selling* e raccomandare correttamente i prodotti di investimento alla clientela *retail*. L'obiettivo del legislatore di introdurre regole di *product governance* per le imprese di investimento che permettano di prevenire i casi di *mis-selling* evidenzia un'inversione di tendenza da parte della Retail Investment Strategy rispetto ai corpi normativi del regime MiFID, i quali rimettevano in prevalenza agli intermediari gli sforzi legati alla valutazione di adeguatezza dei prodotti rispetto al loro mercato di riferimento (Annunziata, 2023). Ciò avveniva in quanto essi venivano considerati in possesso di conoscenze e competenze adeguate sui prodotti commercializzati al fine di poter eseguire in autonomia tale compito (Annunziata, 2023). Annunziata (2023) riporta, però, che il meccanismo di delega appena descritto è risultato in una molteplicità di criteri e metodologie per la classificazione e la valutazione delle caratteristiche e del mercato di riferimento dei prodotti. Ciò ha comportato un impatto negativo sulla protezione degli investitori, a causa dell'assenza di una linea unitaria seguita dagli intermediari nella profilazione dei prodotti effettivamente adeguati a un dato segmento di clientela o, ancora, nella definizione degli scenari di rendimento di tali prodotti (Annunziata, 2023).

Al fine di rimediare alle problematiche relative alle norme attualmente in vigore, la Commissione europea ha inserito all'interno della sua proposta di Direttiva Omnibus, prevista dalla Retail Investment Strategy, alcune regole di supervisione e *product governance* finalizzate a evitare che costi non giustificati vengano caricati nei confronti dell'investitore *retail*, assicurando a quest'ultimo il cosiddetto *value for money* (Annunziata, 2023). Quest'ultimo viene definito dalla scienza economica come la misura della percezione da parte del cliente del valore di un prodotto o servizio, sulla base di una valutazione costi-benefici di carattere qualitativo e quantitativo (Di Carlo e Gobbo, 2024). Questo concetto assume una connotazione giuridica nell'ambito della proposta di Direttiva Omnibus della Commissione europea, la quale obbliga i *manufacturer* di prodotti finanziari a valutare la correttezza del rapporto qualità-prezzo di questi ultimi, a differenza delle attuali norme che prevedono che tale compito sia in capo all'investitore (Di Carlo e Gobbo, 2024). Di Carlo e Gobbo (2024) osservano che, prima della Retail Investment Strategy, il concetto di *value for money* è stato utilizzato solo in ambito

assicurativo (essendo previsto dalla Direttiva IDD sulla distribuzione assicurativa) e, perciò, le istituzioni europee hanno tenuto conto delle prassi di vigilanza e delle norme sviluppate in tale ambito per introdurre il *value for money* nella Retail Investment Strategy, che riguarderà comunque anche le imprese assicurative. In particolare, le istituzioni europee in questo modo evidenziano la volontà di elaborare criteri uniformi ed oggettivi sia con riferimento ai prodotti finanziari che a quelli assicurativi, perseguendo una disciplina armonizzata per settori differenti (Di Carlo e Gobbo, 2024) e, quindi, un approccio normativo trasversale rispetto a questi ultimi. In particolare, questo approccio richiama quello utilizzato con il Regolamento PRIIPs ed è finalizzato a rendere il quadro normativo maggiormente efficiente, coerente ed efficace ai fini della tutela dell'investitore *retail*.

Nell'ambito del processo di trilogo per l'approvazione della Retail Investment Strategy, è possibile individuare tre differenti posizioni assunte dalla Commissione UE, dal Parlamento europeo e dal Consiglio europeo. In particolare, secondo Di Carlo e Gobbo (2024) le tre istituzioni hanno elaborato le proprie proposte sul *value for money* sulla base di una matrice comune della disciplina del *product testing*, che proviene dal mondo assicurativo e che affida alle imprese di investimento il compito di condurre due analisi sui prodotti che mettono sul mercato, in particolare:

- un'analisi interna (*pricing process*), che serve a valutare se i costi di un prodotto siano giustificati e proporzionati alla sua qualità;
- un'analisi esterna, che verifica che i prodotti che hanno superato l'analisi interna siano allineati ai costi e agli oneri di prodotti simili presenti sul mercato.

Sulla base di questa struttura di base del processo di *product testing*, le posizioni delle tre istituzioni europee coinvolte nel trilogo si differenziano per le modalità con cui le analisi sopra citate vengono condotte (Di Carlo e Gobbo, 2024).

Secondo quanto riportato da Di Carlo e Gobbo (2024), la Proposta di Direttiva Omnibus della Commissione europea prevede che gli esiti dell'analisi interna (*pricing process*) condotta dalle imprese di investimento e assicurative che producono PRIIPs debbano essere confrontati con dei parametri di riferimento (*Benchmarks*). Questi ultimi devono essere predisposti dall'ESMA (per le imprese di investimento) o dall'EIOPA (per le imprese assicurative) e devono essere comuni per strumenti finanziari o assicurativi con caratteristiche simili in termini di rischio, rendimento, costi, strategia e obiettivi (Di Carlo e Gobbo, 2024). Secondo quanto riportato da Annunziata (2023), la Proposta di Direttiva

Omnibus della Commissione UE prevede che se il confronto attesta che i costi e i rendimenti dei prodotti analizzati sono incoerenti con quelli stabiliti dai parametri di riferimento, allora si presume che tali prodotti presentino costi troppo elevati e che non assicurino all'investitore *retail* il *value for money*. In questo caso, Di Carlo e Gobbo (2024) riportano che la Proposta della Commissione UE prevede che le imprese di investimento (o assicurative) debbano effettuare ulteriori valutazioni al fine di verificare se i prodotti analizzati presentino costi ed oneri comunque proporzionati e giustificati: se tali valutazioni presentano un esito negativo, non sarà possibile per il *manufacturer* approvare il prodotto. Come previsto dalla Proposta di Direttiva Omnibus della Commissione UE, le misure appena esposte sono applicabili anche alle società di gestione di OICR che gestiscono e commercializzano fondi armonizzati (UCITS) e alternativi (FIA) (Di Carlo e Gobbo, 2024). Inoltre, al fine di permettere una corretta ed efficace elaborazione dei *Benchmarks* da parte di ESMA ed EIOPA, la Proposta di Direttiva in esame prevede che i soggetti obbligati nell'ambito della disciplina sul *value for money* debbano trasmettere alle autorità di vigilanza nazionali tutte le informazioni sui prodotti finanziari da loro approvati (Di Carlo e Gobbo, 2024).

La proposta di modifica della Direttiva Omnibus presentata dal Parlamento europeo nell'ambito della Retail Investment Strategy evidenzia una posizione differente dell'istituzione rispetto alla Commissione europea con riferimento al tema del *value for money* e, in particolare, con le modalità di esecuzione dell'analisi esterna (Di Carlo e Gobbo, 2024). Nello specifico, il Parlamento europeo ritiene che la pubblicazione dei *Benchmarks* da parte di ESMA ed EIOPA rischi di ledere la concorrenza tra soggetti obbligati e quindi la competitività dei mercati finanziari (obiettivo primario del regime MiFID), in quanto potrebbe causare un livellamento dei prezzi dei prodotti finanziari ed assicurativi (Di Carlo e Gobbo, 2024). Per questo motivo, secondo quanto affermato da Di Carlo e Gobbo (2024), l'emendamento della Direttiva Omnibus presentato dal Parlamento europeo contiene la proposta di riconoscere solo alle autorità di vigilanza nazionali la possibilità di avvalersi dei parametri di riferimento elaborati da ESMA ed EIOPA, al fine di identificare eventuali anomalie tra i prodotti presenti sul mercato e condurre le proprie indagini di vigilanza finalizzate ad esercitare i propri poteri di *product intervention*, per i quali esse sono in grado di correggere le procedure di test di prodotto operate dai *manufacturer* o di ordinare il ritiro degli strumenti finanziari dal mercato. Inoltre, le autorità di vigilanza nazionali hanno la possibilità di utilizzare i *Benchmarks* al fine di dare spiegazioni ai *manufacturer* ispezionati sulle irregolarità riscontrate (Di Carlo

e Gobbo, 2024). Infine, nella proposta del Parlamento europeo si individuano anche alcuni obblighi informativi in capo ai *manufacturer* nei confronti delle autorità nazionali, che fanno riferimento ai costi e agli oneri dei PRIIPs destinati alla clientela al dettaglio (Di Carlo e Gobbo, 2024).

A fronte di quanto appena affermato, nella Proposta di modifica della Direttiva Omnibus presentata dal Parlamento europeo, i produttori e distributori di PRIIPs hanno l'obbligo di effettuare, nell'ambito dell'analisi esterna, una valutazione comparativa dei costi e dei rendimenti dei prodotti finanziari che immettono nel mercato con un gruppo di strumenti omologhi commercializzati dai *competitor* (Di Carlo e Gobbo, 2024). Secondo quanto riportato da Di Carlo e Gobbo (2024), nella Proposta di modifica della Direttiva Omnibus presentata dal Parlamento europeo viene dato mandato a ESMA ed EIOPA di elaborare orientamenti riguardanti criteri e processi che le imprese di investimento ed assicurative devono adottare al fine di effettuare l'analisi *inter pares* sopra citata.

Rispetto alle posizioni prese da Parlamento e Commissione europea, il Consiglio europeo ha scelto di adottarne una intermedia in tema di *product governance* e *value for money*, recependo la posizione del Parlamento europeo sotto il punto di vista della proposta di conduzione dell'analisi *inter pares* e, allo stesso tempo, quella della Commissione europea con riferimento al rendere pubblici i *Benchmarks* di vigilanza (Di Carlo e Gobbo, 2024). Infatti, secondo quanto riportato da Arrigoni e Savazzi (2024), il Consiglio europeo prevede che il confronto con il mercato dei prodotti previsto dall'analisi esterna (chiamata *Value for Money assessment process* nella versione di Direttiva Omnibus del Consiglio europeo) debba essere condotto rispetto ai gruppi di prodotti omologhi previsti dalla posizione del Parlamento europeo o, se appropriato e possibile secondo l'ESMA e lo specifico Stato membro in cui ha sede l'impresa di investimento, rispetto ad un *benchmark* introdotto dall'ESMA, similmente a quanto previsto dalla Commissione UE. Con riferimento all'individuazione dei gruppi di prodotti omologhi, Arrigoni e Savazzi (2024) specificano che, secondo la posizione del Consiglio europeo in ambito di *product governance* e *value for money*, i gruppi non possono più essere formati sulla base unicamente di un criterio di prezzo individuato dal singolo intermediario (come avveniva nelle posizioni di Commissione e Parlamento), ma a partire da input resi disponibili da ESMA. Questi ultimi includono criteri quali il tipo di prodotto, il livello di rischio, le strategie, gli obiettivi, il periodo di detenzione e le caratteristiche di sostenibilità, ed hanno lo scopo di limitare la discrezionalità e i comportamenti opportunistici delle imprese di investimento (Arrigoni e Savazzi, 2024). Secondo quanto riportato da

Annunziata (2023), infatti, utilizzare un solo parametro per individuare i gruppi di pari potrebbe intaccare la flessibilità del mercato, perciò ampliare i criteri di individuazione dei *peer groups* permette di evitare di intaccare negativamente il mercato. Allo stesso tempo, secondo Arrigoni e Savazzi (2024), questo approccio risulta potenzialmente dannoso in quanto potrebbe creare gruppi di prodotti di investimento troppo selettivi e non rappresentativi, seppur standardizzati. Inoltre, Arrigoni e Savazzi (2024) ritengono che la discrezionalità lasciata alle imprese di investimento sull'utilizzo dei gruppi di prodotti omologhi o dei *Benchmarks* al fine di effettuare l'analisi esterna permette di ridurre i costi di *compliance* che le imprese devono sostenere e di evitare un appiattimento dei prezzi dei prodotti d'investimento destinati agli investitori *retail*, anche se rischia di provocare complicazioni o sovrapposizioni nelle prassi di *product governance* delle imprese di investimento (EFAMA, 2024).

Arrigoni e Savazzi (2024) evidenziano come la posizione del Consiglio europeo sulla Direttiva Omnibus della Retail Investment Strategy comporti l'eliminazione del blocco (suggerito dalla Commissione europea) dell'immissione nel mercato di prodotti che presentano costi non proporzionali rispetto al loro valore e per i quali non viene data una giustificazione dai *manufacturer*. Inoltre, la proposta del Consiglio UE prevede anche l'eliminazione del potere attribuito alle autorità di vigilanza nazionali di rimuovere un prodotto dal mercato, senza la possibilità per i *manufacturer* di applicare correttivi, in caso di devianza dai *Benchmarks* (contenuto nella versione della Direttiva Omnibus presentata dal Parlamento europeo). Infine, nella Direttiva Omnibus proposta dal Consiglio europeo, i *manufacturer* di prodotti d'investimento destinati alla clientela *retail* hanno l'obbligo non solo, come previsto dalla posizione del Parlamento europeo, di riferire alle autorità di vigilanza le motivazioni per cui un determinato prodotto si discosta dalle caratteristiche di quelli contenuti nei gruppi di pari, ma anche di intraprendere azioni appropriate per assicurare il *value for money* all'investitore *retail* (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Come si può osservare dalle posizioni delle tre istituzioni europee sul tema del *value for money*, rispetto a quanto previsto da quelle della Commissione e del Parlamento europeo, la proposta di Direttiva Omnibus del Consiglio europeo prevede strategie normative che si basano sull'implementazione di misure organizzative finalizzate a correggere i processi che portano all'introduzione nel mercato di prodotti che non garantiscono il *value for money* ai clienti (Arrigoni e Savazzi, 2024). Questa strategia sostituisce quella che prevede l'applicazione di blocchi alla distribuzione di questi ultimi, anche se ciò va a

discapito della tutela dell'investitore *retail*, la quale è strettamente legata all'obbligo di motivazione imposto nella proposta del Consiglio europeo (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Di Carlo e Gobbo (2024) evidenziano come le posizioni di Commissione europea, Parlamento europeo e Consiglio europeo in tema di *value for money* siano accomunate dalla volontà di introdurre criteri e metodologie finalizzati alla determinazione oggettiva della tematica negli Stati membri, eliminando modalità di valutazione soggettive del *value for money*. Infatti, queste comporterebbero divergenze e risultati non confrontabili nella determinazione del rapporto costi-benefici di un prodotto, a discapito della tutela degli investitori *retail* (Di Carlo e Gobbo, 2024). L'introduzione di tali criteri e metodologie è fondamentale al fine di aggiungere un presidio di tutela degli investitori a monte rispetto alla fase di commercializzazione e di selezione dei prodotti svolta dai clienti, che si suppone non abbiano strumenti e competenze sufficienti al fine di prendere decisioni efficienti autonomamente (Di Carlo e Gobbo, 2024). Al contrario, le imprese di investimento ed assicurative dispongono delle informazioni, degli strumenti e delle competenze adatti al fine di valutare correttamente i tratti fondamentali dei prodotti che intendono commercializzare, perciò sono in grado di selezionare i prodotti in modo più efficiente della clientela, a patto che modifichino il proprio approccio *profit-centric* in uno *customer-centric* (Di Carlo e Gobbo, 2024).

A fronte delle proposte analizzate e dei loro effetti, il processo legislativo in tema di *value for money* è ancora lungo, in quanto occorre individuare una soluzione tra quelle proposte che bilanci gli obiettivi di protezione dell'investitore a quelli di tutela della concorrenza e del libero mercato (Di Carlo e Gobbo, 2024).

2.2.2. Il value for money prima della Retail Investment Strategy

Prima delle proposte di Direttiva Omnibus pubblicate dalle istituzioni europee nell'ambito della Retail Investment Strategy, il tema del *value for money* aveva interessato unicamente l'ambito assicurativo, il quale è stato quindi un precursore di quello finanziario (Di Carlo e Gobbo, 2024). In particolare, il tema è stato affrontato per la prima volta dall'EIOPA e, di conseguenza, dalle autorità di vigilanza nazionali degli Stati membri, le quali utilizzano il *value for money* come strumento interpretativo con riferimento agli obblighi di *product governance* in capo alle imprese assicurative previsti dalla Direttiva sulla Distribuzione dei prodotti assicurativi (IDD) (Di Carlo e Gobbo, 2024). In particolare, EIOPA (2021) evidenzia come sia implicito nell'IDD che i prodotti assicurativi debbano rimanere nel corso dell'intera loro vita coerenti con esigenze,

obiettivi e caratteristiche del mercato a cui si riferiscono e debbano presentare in questo arco temporale un *value for money* positivo, in modo simile a quanto previsto dalla Retail Investment Strategy per i prodotti finanziari ed assicurativi. Oltre che dalle disposizioni in materia di *Product Oversight and Governance* della IDD, gli obblighi attualmente imposti ai produttori e distributori di prodotti assicurativi in tema di *product governance* sono disciplinati dal Regolamento Delegato POG e da alcuni documenti EIOPA volti a supportare le imprese e i distributori ad attuare gli obblighi in materia.

Confrontando il quadro normativo sul *value for money* in ambito assicurativo e quello che verrà stabilito in modo armonizzato tra questo settore e quello finanziario dalla Retail Investment Strategy, un primo tema di discussione risiede nelle motivazioni per cui il settore assicurativo ha anticipato, in controtendenza rispetto ad altri casi, il settore finanziario. Secondo quanto riportato da Marano (2021) concetto di POG si è sviluppato per la prima volta nel Regno Unito, in seguito alla crisi finanziaria del 2008, la quale ha dimostrato che i principi di tutela degli investitori *retail* incorporati dalle odierne norme della *product governance* e del *value for money* non venivano incorporati in modo autonomo dalle imprese assicurative e di investimento, a differenza di quanto il legislatore dell'epoca si aspettasse. In particolare, come riportato da OECD (2010), la crisi finanziaria globale del 2008 ha evidenziato alcuni problemi di valutazione dei prodotti finanziari ed assicurativi a causa della diffusa illiquidità di mercato da essa causata, che ha comportato un cambiamento dei metodi di valutazione dei prodotti illiquidi distribuiti dalle imprese di investimento ed assicurative. Infatti, esse sono passate da valutazioni basate sul *fair value* ad altre basate su modelli in cui gli input spesso risultavano non osservabili (OECD, 2010). Per questo motivo, secondo quanto riportato da Marano (2021), il legislatore britannico ha deciso di tramutare in norme gli orientamenti e i materiali in tema di *Product Oversight and Governance* (POG) pubblicati dalla Financial Service Authority (FSA) precedentemente alla crisi del 2008. In linea con quanto fatto dalla FSA è la posizione espressa da Consob (2009), la quale prevede che i produttori e distributori di prodotti di investimento illiquidi debbano costituire modelli di business per confrontare in fase di ideazione e distribuzione dei prodotti le caratteristiche di questi ultimi con gli obiettivi degli investitori. Tra i prodotti di investimento illiquidi citati da Consob (2009) figurano sicuramente quelli assicurativi, i quali vengono sottoscritti spesso in seguito a trattative bilaterali e non sono negoziabili sul mercato (Eberlein, 2015). A causa dell'illiquidità dei prodotti assicurativi, sulla base di quanto riportato da Eberlein (2015), la loro valutazione non risponde quindi alla legge del prezzo unico, che

richiede mercati privi di frizioni e liquidi e che prevede la formazione per ogni prodotto di un unico prezzo, sulla base dell'interazione di domanda e offerta. Di converso, la valutazione di tali prodotti risponde alla legge dei due prezzi, per la quale il prezzo o il valore di un prodotto illiquido varia a seconda della direzione in cui lo si valuta (Eberlein, 2015). In particolare, secondo quest'ultima teoria, il prezzo di un prodotto illiquido assume valori diversi per i soggetti che operano dal lato della domanda e del lato dell'offerta, con la conseguenza che, in corrispondenza di determinati shock, l'emittente del prodotto potrebbe generare un profitto dato dalla variazione di valore di quest'ultimo, mentre il cliente potrebbe andare incontro ad una perdita (Eberlein, 2015). Questo fattore evidenzia una motivazione fondamentale alla base del fatto che il settore assicurativo abbia regolamentato il tema del *value for money* prima di quello finanziario: infatti, in caso di shock, i *manufacturer* e i distributori, in assenza di una regolamentazione, potrebbero sfruttare i prodotti assicurativi per generare un profitto a discapito della clientela.

Un altro tema di discussione rilevante riguarda il confronto tra le caratteristiche del *value for money* nella Retail Investment Strategy e quelle che assume nella IDD e nel Regolamento Delegato POG. Più nel dettaglio, è possibile osservare che, come riportato da Cesari (2023), la struttura attuale del processo POG di un prodotto assicurativo prevede l'individuazione di un *Target Market*, il quale si suddivide in:

- positivo, composto dai clienti che trovano nel prodotto assicurativo una soddisfazione delle proprie esigenze e dei propri obiettivi;
- negativo, costituito dai clienti ai quali non può essere distribuito il prodotto;
- grigio, composto dai clienti che possono accedere al prodotto previo esito positivo di una valutazione di coerenza del prodotto rispetto alle loro esigenze (*demand & needs test*) e di una valutazione di adeguatezza ed appropriatezza.

Secondo quanto riportato da IVASS (2024), il *Target Market* individuato deve essere definito con un adeguato livello di granularità, che deve essere proporzionale alla complessità del prodotto per il quale viene individuato il mercato di riferimento (Cesari, 2023).

Sulla base del mercato di riferimento, l'impresa assicurativa deve poi valutare l'utilità per il cliente del prodotto che intende commercializzare (*value for money*), sulla base di test di natura prevalentemente quantitativa (Cesari, 2023) e in cui i gli input qualitativi hanno un peso limitato (IVASS, 2024). In particolare, come riportato da Cesari (2023), l'impresa

assicurativa deve affiancare al tradizionale test di redditività e sostenibilità del prodotto, ovvero il test lato impresa (*profit testing*), un test lato cliente che riguarda rendimenti, costi e coperture (*value testing*), il quale deve coprire tutta la vita del prodotto e deve essere coerente con il test lato impresa. In particolare, secondo quanto riportato da Cesari (2023), il *value testing* deve comprendere:

- il calcolo del *break even period*, ovvero il tempo necessario affinché il cliente, grazie ai rendimenti assicurati dal prodotto assicurativo, possa recuperare i costi sostenuti. Per questo motivo, il periodo di detenzione raccomandato al cliente non può essere inferiore al *break even period*;
- la valutazione della proporzionalità tra i costi sostenuti dal cliente e quelli sostenuti dal *manufacturer*;
- scenari realistici attraverso cui svolgere l'analisi di profittabilità del cliente, la quale deve tenere conto anche dell'analisi dei riscatti e delle motivazioni che risiedono alla base di questi ultimi (che possono essere ad esempio legati ad uno scarso rapporto rendimento-costi del prodotto).

Con riferimento ai test appena citati, nell'ambito del processo POG, l'impresa di assicurazione deve definire dei modelli di valutazione e delle soglie quantitative specifiche, che permettano di stabilire se il test risulti superato dal prodotto o meno: nel secondo caso, vige un divieto di commercializzazione del prodotto esaminato, per il quale occorrerà modificarne il *target market* o le caratteristiche (Cesari, 2023). Inoltre, Cesari (2023) evidenzia come le valutazioni relative ai test sopra citati debbano essere eseguite in termini assoluti, piuttosto che comparando i prodotti con altri di tipologia simile presenti sul mercato: ciò sottolinea come il processo POG previsto dal Regolamento Delegato POG e dalla IDD richieda una valutazione basata sulle opzioni offerte dal prodotto e sugli scenari futuri che possono investirlo, piuttosto che su valutazioni di carattere comparativo (Cesari, 2023).

Secondo quanto riportato da IVASS (2024) le attività di test di prodotto svolte dalle imprese di assicurazione devono essere seguite, una volta concluse, dalla formulazione di un giudizio che integri in modo coerente i risultati delle valutazioni effettuate. In seguito, secondo quanto previsto dal Regolamento Delegato POG e dalla IDD, l'impresa di assicurazione deve eseguire attività di monitoraggio e di revisione dei prodotti commercializzati in modo che rispondano in qualsiasi momento ai bisogni, obiettivi e caratteristiche del mercato di riferimento a cui è legato (IVASS, 2024).

Dall'analisi appena effettuata, riguardante il processo POG che viene attualmente applicato ai prodotti dell'industria assicurativa, è possibile osservare come la Retail Investment Strategy comporterà alcune variazioni della disciplina del tema del *value for money* dei prodotti sottoscritti dagli investitori *retail* rispetto al nucleo di norme e prassi sviluppatesi nel settore assicurativo. Sicuramente, come riportato da Di Carlo e Gobbo (2024), le istituzioni europee hanno sfruttato le prassi, le norme e l'esperienza del settore assicurativo in ambito di *product governance* al fine di redigere le proprie proposte sul tema all'interno della Retail Investment Strategy, ma allo stesso tempo è possibile cogliere alcune differenze di approccio del legislatore, ovvero:

- le norme in ambito assicurativo prevedono ancora un meccanismo di delega agli intermediari nell'individuazione del mercato di riferimento dei prodotti da essi commercializzati, che comporta variabilità negli output dei test condotti da intermediari differenti su prodotti simili (Annunziata, 2023), nonostante questi debbano seguire metodologie ben definite. Questo approccio è cambiato nella Retail Investment Strategy, al fine di garantire l'armonizzazione delle modalità di individuazione dei segmenti di clientela target tra i diversi intermediari finanziari;
- l'analisi esterna a carattere comparativo che le istituzioni europee intendono introdurre con la Retail Investment Strategy, seppur ognuna con proposte differenti, risulta assente nel processo di test di prodotto lato cliente previsto nel processo POG attualmente utilizzato in ambito assicurativo. La novità introdotta dalla Retail Investment Strategy è riconducibile alla volontà del legislatore europeo di individuare criteri oggettivi nella determinazione del *value for money*;
- nelle proposte della Retail Investment Strategy relative al tema del *value for money* non si ravvisano limiti agli elementi qualitativi che vengono inclusi nei test di valutazione dei prodotti, a differenza di quanto affermato da IVASS (2024), che prevede essi abbiano un peso limitato sui risultati di tali test. Questo è dovuto all'introduzione di analisi di carattere comparativo nella valutazione dei prodotti, che individuano *Benchmarks* o *peer groups* di riferimento su cui basare la valutazione e che hanno la funzione di rendere maggiormente oggettiva la determinazione del *value for money* nei diversi Stati membri (Di Carlo e Gobbo, 2024).

Nel complesso è possibile osservare come la Retail Investment Strategy abbia colto gli aspetti fondamentali delle pratiche di *product governance* del settore assicurativo sul

piano normativo e strategico, arricchendole con alcune novità, come le analisi a carattere comparativo o i presidi a favore dell'oggettività e dell'uniformità delle analisi. Questi interventi sottolineano l'intento del legislatore europeo di incrementare i presidi a tutela dell'investitore. Questi ultimi sono però soggetti a proposte per le quali si attende ancora la conclusione dell'iter di approvazione, finalizzato ad individuare le scelte effettive adottate sul piano normativo dal legislatore per raggiungere il proprio obiettivo.

2.2. Il perseguimento del miglior interesse del cliente e la consulenza

Commissione europea et al. (2023) evidenzia la vulnerabilità degli investitori *retail* nei confronti dei consulenti finanziari: infatti, nell'ambito di un'indagine campionaria condotta dagli autori, è possibile ravvisare come il 24% dei componenti del campione (consumatori che hanno almeno un conto corrente bancario) affermi di aver sempre seguito le raccomandazioni ricevute dal proprio consulente finanziario. In particolare, la quota di soggetti del campione che ha affermato ciò è più elevata tra coloro che presentano bassi livelli di scolarizzazione, reddito ed alfabetizzazione finanziaria (di cui si parlerà nel paragrafo 2.4): questi soggetti dimostrano quindi di aver investito nei primi prodotti di investimento trovati o raccomandati dal proprio consulente (Commissione europea et al., 2023). Alla luce di queste evidenze, Commissione europea et al. (2023) evidenziano quindi la necessità che la consulenza sia un servizio fornito al fine di assicurare il miglior interesse dei clienti, essendo soprattutto la clientela *retail* una categoria di investitori meritevole di tutele specifiche, in quanto molto vulnerabile a casi di *mis-selling* e ai conflitti di interesse degli intermediari.

In particolare, come affermato da Piccinno (2024), la consulenza è definita dal Testo Unico della Finanze (TUF) come un servizio di investimento erogato da soggetti autorizzati attraverso la fornitura di «raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario» (art. 1, comma 5 septies, D.Lgs. 58/1998). Come riportato da Piccinno (2024) tale servizio può essere svolto su base dipendente, da parte di impiegati bancari e/o soggetti abilitati all'offerta fuori sede, o indipendente. Nella prima fattispecie, i consulenti operano nell'interesse di un unico soggetto (l'intermediario finanziario datore di lavoro) e per questo motivo il rischio di conflitto di interessi nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza è alto, mentre nel secondo caso i consulenti vengono remunerati direttamente dal cliente e garantiscono un massimo grado di trasparenza ed un minimo grado di conflitto di interessi (Piccinno,

2024). Per questo motivo risulta fondamentale, nell'ambito della Retail Investment Strategy, che il legislatore europeo si focalizzi sulla consulenza non indipendente al fine di garantire la tutela degli investitori rispetto a possibili casi di *mis-selling* legati a conflitti di interessi del consulente (Piccinno, 2024).

Oltre alle novità sulle valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza presenti nella Retail Investment Strategy, che verranno analizzate nel Capitolo III, al fine di garantire che gli intermediari agiscano nel migliore interesse del cliente nell'ambito della consulenza non indipendente, la Commissione europea ha introdotto nella propria proposta di Direttiva Omnibus all'interno della Retail Investment Strategy il criterio del *best interest test*, il quale sostituisce il *quality enhancement test* (in ambito finanziario) e il *not detriment test* (in ambito assicurativo), previsti rispettivamente dalla MiFID II e dalla IDD (Di Carlo e Gobbo, 2024). I citati test sono tutti accomunati dall'obiettivo di comprovare che il servizio di consulenza non indipendente fornito alla clientela *retail* possa garantire un valore aggiunto per quest'ultima e sia fornito nel suo miglior interesse (Di Carlo e Gobbo, 2024). In particolare, con riferimento al tema del *best interest* del cliente, Di Carlo e Gobbo (2024) affermano che, secondo quanto previsto dalla Direttiva Omnibus proposta dalla Commissione UE, gli intermediari finanziari sono tenuti a:

- fornire consulenza valutando una gamma adeguata di prodotti;
- raccomandare i prodotti più efficienti in termini di costo, tra quelli ritenuti idonei e con caratteristiche simili;
- raccomandare, tra la gamma di prodotti idonei, uno o più prodotti che rappresentino opzioni più economiche di investimento, sulla base del fatto che non presentano caratteristiche supplementari non funzionali al raggiungimento degli obiettivi del cliente, le quali comportano maggiori costi per quest'ultimo.

Sempre con riferimento alla consulenza non indipendente, anche il Parlamento europeo è intervenuto sul tema del *best interest test* nella sua proposta a emendamento della Direttiva Omnibus della Commissione europea. In particolare, secondo quanto riportato da Di Carlo e Gobbo (2024), tale istituzione propone un impianto normativo per il quale gli intermediari finanziari hanno l'obbligo di:

- informare il cliente e fornire a quest'ultimo consulenza sulla gamma di strumenti finanziari valutati dall'impresa di investimento, la quale deve risultare adeguata, adatta al suo modello aziendale e composta da strumenti idonei alle esigenze della clientela;

- raccomandare prodotti tra quelli ritenuti idonei per il cliente e con caratteristiche simili dal punto di vista del rendimento, del rischio, dei costi, degli oneri e di altri elementi di carattere qualitativo. Nel caso in cui si raccomandi un prodotto con caratteristiche analoghe a quelli appena citati ma con costi più elevati, occorre dare una spiegazione oggettiva e di cui l'intermediario deve tenere traccia;
- non anteporre gli interessi dell'impresa di investimento, di carattere finanziario e non, rispetto a quelli del cliente che usufruisce del servizio di consulenza;
- astenersi dal fornire il servizio di consulenza o di raccomandare strumenti finanziari ai clienti nel caso in cui nessuno di questi permetta di perseguire il *best interest* del cliente.

A partire da quanto appena affermato è possibile osservare come, rispetto alla versione della Commissione europea, nella proposta del Parlamento europeo non trovi spazio l'obbligo in capo agli intermediari di proporre anche strumenti privi di caratteristiche supplementari tra quelli considerati idonei per il cliente (Di Carlo e Gobbo, 2024).

Secondo quanto evidenziato da Di Carlo e Gobbo (2024), sempre con riferimento ai criteri che devono essere seguiti dagli intermediari finanziari al fine di perseguire il miglior interesse del cliente, il Consiglio europeo ha elaborato anch'esso una lista di obblighi che devono essere seguiti dagli intermediari finanziari, ovvero:

- fornire consulenza sulla base della valutazione di una gamma di strumenti finanziari che siano in grado di soddisfare obiettivi ed esigenze del cliente. Tale gamma deve essere adeguata e ben diversificata per tipologia, caratteristiche e attività di investimento sottostanti;
- raccomandare gli strumenti finanziari più efficienti dal punto di vista dei costi, oltre che delle *performance* e del livello di rischio (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Quindi, nella proposta del Consiglio europeo sono stati eliminati i criteri per cui un intermediario finanziario ha l'obbligo di non anteporre i propri interessi a quelli del cliente (Di Carlo e Gobbo, 2024) e di astenersi dal fornire il servizio di consulenza nel caso in cui questo non sia in grado di perseguire il miglior interesse per il cliente (Arrigoni e Savazzi, 2024). L'eliminazione di questi due obblighi rappresenta una fonte di minor tutela per gli investitori (Arrigoni e Savazzi, 2024), soprattutto per quelli al dettaglio, che sono più vulnerabili rispetto a possibili conflitti di interesse dell'intermediario che offre il servizio di consulenza (Commissione europea et al., 2023).

Nel complesso è possibile affermare che il Consiglio europeo ha confermato quanto

proposto dalle Direttive Omnibus redatte da Parlamento e Commissione UE con riferimento all'obbligo per gli intermediari di promuovere un'ampia gamma di prodotti e al fatto che tali prodotti siano efficienti (specificando anche i criteri affinchè lo siano). Questa azione incrementa la tutela degli investitori: infatti, la prima misura è in grado di evitare che gli intermediari propongano alla clientela prodotti predeterminati e ricorrenti, mentre la seconda può contrastare l'eccessiva arbitrarietà dell'intermediario nel proporre prodotti finanziari al cliente tra quelli considerati adeguati (Arrigoni e Savazzi, 2024). Inoltre, la seconda misura prevede anche che il confronto tra i prodotti non si limiti alla dimensione dei costi (Arrigoni e Savazzi, 2024).

In aggiunta a quanto affermato, è possibile osservare come le proposte del Consiglio e del Parlamento UE non includano il requisito contenuto nella proposta di Direttiva Omnibus della Commissione europea per cui l'intermediario ha l'obbligo di raccomandare uno o più prodotti privi di caratteristiche supplementari che comportino costi aggiuntivi per il cliente e che non sono funzionali al raggiungimento degli obiettivi di investimento di quest'ultimo (Arrigoni e Savazzi, 2024). Secondo Arrigoni e Savazzi (2024), tale cancellazione non appare rilevante, dato che l'obbligo appena citato viene ripreso nelle norme riguardanti la valutazione di adeguatezza, che insieme a quelle sulla valutazione di appropriatezza verranno riprese nel Capitolo III.

Infine, Piccinno (2024) specifica che, a fronte di tutti gli obblighi previsti dalle diverse proposte contenute nella Retail Investment Strategy, i consulenti finanziari non indipendenti devono avere precisi livelli di competenza e conoscenza professionale. Nello specifico, essi devono sottoporsi ad un monte ore di aggiornamento annuale da comprovare (Piccinno, 2024), al fine di mantenere gli appena citati requisiti di conoscenza e competenza.

Con riferimento alla consulenza indipendente, invece, occorre innanzitutto precisare che essa rappresenta un servizio in cui, in generale, il soggetto che la fornisce si sposta da una logica di prodotto ad una di tutela del cliente (Robustella, 2019) e, perciò, la consulenza indipendente rappresenta un servizio ad elevato grado di trasparenza (Piccinno, 2024). Inoltre, sebbene questo servizio inizialmente fosse stato introdotto a livello normativo affinché venisse prestato da soggetti estranei alla filiera produttiva finanziaria, ciò nella realtà fatica ad avvenire: infatti, sono molti gli intermediari finanziari che sostengono costi di *set-up* e mantenimento di divisioni organizzative dedicate alla consulenza indipendente (Piccinno, 2024). Secondo Piccinno (2024), le cause di questo fenomeno sono legate a:

- duplicazioni dei costi, dato che pochi clienti sono disposti a sostenere l'onorario del consulente indipendente per l'analisi e le raccomandazioni fornite, oltre alle spese di esecuzione degli investimenti tramite un soggetto terzo;
- vantaggi economici degli intermediari nel fornire anche servizi di consulenza indipendente, di carattere diretto (dati dalla retribuzione a parcella del consulente) o indiretto (di carattere reputazionale, legati alla cura e attenzione rispetto agli interessi del cliente) (Colomba, 2017).

A fronte di quanto affermato con riferimento alla consulenza indipendente, Piccinno (2024) riporta che, nell'ambito della Retail Investment Strategy, la proposta di Direttiva Omnibus della Commissione UE ha introdotto alcune misure in controtendenza con quelle che richiedono ai consulenti dipendenti delle qualificazioni più elevate ed impongono loro obblighi maggiormente stringenti. Infatti, la Commissione UE ha introdotto nella propria proposta alcune semplificazioni normative per gli investitori che siano in possesso di conoscenze, esperienze e capacità adeguate a sostenere le perdite: tali semplificazioni sono finalizzate a ridurre l'*information overload* a carico degli investitori e a rendere maggiormente efficiente la gestione e la distribuzione dei prodotti di investimento per gli intermediari finanziari (Piccinno, 2024). In questo modo, il servizio può essere fornito alla clientela con meno costi e più vantaggi, essendo un servizio di consulenza personalizzato e in cui vengono minimizzati i conflitti di interessi. Tale semplificazione si traduce, sul piano pratico, nell'introduzione all'interno della proposta della Commissione UE di una valutazione di adeguatezza semplificata nell'ambito della consulenza indipendente e sotto determinate condizioni (Piccinno, 2024), che sarà oggetto di analisi nel Capitolo III.

La proposta appena descritta viene ripresa anche all'interno delle proposte di Direttiva Omnibus del Parlamento europeo e del Consiglio UE, che risultano convergenti rispetto alla posizione della Commissione europea in tema di semplificazione della consulenza indipendente e della valutazione di adeguatezza (Arrigoni e Savazzi, 2024). In generale, è possibile affermare che la posizione delle tre istituzioni europee in questo tema risulta essere in linea con lo spirito che già si era osservato con l'introduzione della MiFID II: infatti, tale direttiva intendeva già incentivare il modello di consulenza indipendente quale strumento di informazione imparziale (Piccinno, 2024) ed in grado di orientare le decisioni di investimento dei clienti meno esperti (come gli investitori *retail*), in modo tale che siano consapevoli dei rischi che esse comportano (Cossu, 2021). Ciò avviene

tutt'oggi con le proposte della Retail Investment Strategy, nonostante non esista uno studio che dimostri una correlazione tra la consulenza indipendente e il miglior rendimento del portafoglio di investimenti dei clienti (Linciano, 2012). Quindi, la consulenza indipendente viene vista dalla Retail Investment Strategy quale strumento che rappresenta esattamente la tipologia di servizio di consulenza che viene ricercato dagli investitori, il quale deve aiutarli a comprendere rischi e rendimenti dei prodotti d'investimento sottoscritti, deve verificare periodicamente l'adeguatezza di questi ultimi e deve essere indipendente (Rizzi et al., 2018).

Concludendo, è possibile osservare come nelle proposte delle istituzioni europee, nell'ambito dalla Retail Investment Strategy, il legislatore intenda introdurre un regime che privilegi la tutela dell'investitore da eventuali conflitti di interesse e casi di *mis-selling*, sia con riferimento alla consulenza indipendente che a quella dipendente, seguendo il principio del perseguimento del miglior interesse della clientela.

2.3. Gli incentivi

Il rapporto tra intermediario e cliente può assumere le caratteristiche di un rapporto d'agenzia, con le connesse problematiche legate ai possibili conflitti di interesse tra i due soggetti (Perrone, 2024). Infatti, come riportato da Arrigoni e Savazzi (2024) nel caso in cui l'intermediario debba distribuire prodotti legati a OICR, egli può ricevere una remunerazione sulla base di due modelli differenti:

- *fee-based model*, per il quale l'intermediario viene pagato direttamente dal cliente;
- *commission-based model*, per il quale l'intermediario viene pagato dal *manufacturer* del prodotto finanziario attraverso incentivi (*inducements*). Questi ultimi sono commissioni che il cliente paga al gestore di fondi per usufruire di un prodotto finanziario, che vengono poi retrocesse al distributore da parte del gestore (Arrigoni, 2023).

In quest'ultimo modello, come evidenziato dalla Commissione europea (2023), si possono sviluppare dei meccanismi di *product bias*, per i quali gli incentivi influenzano la scelta del prodotto venduto al cliente *retail* da parte dell'intermediario, dando origine a fenomeni di *mis-selling* (Commissione europea et al., 2023). La causa di questi ultimi è legata a conflitti di interesse che minano il perseguimento del miglior interesse del cliente da parte dell'intermediario (Commissione europea et al., 2023). Per questo motivo il legislatore europeo aveva già introdotto norme sugli *inducements* nell'ambito della

Direttiva MiFID II attualmente in vigore, la quale li definisce come commissioni o tariffe pagate da e verso imprese di investimento (art. 24, co. 9, Direttiva 2014/65/EU) nell'ambito dei meccanismi remunerativi tra *manufacturer*, intermediari distributori e che prestano servizi di consulenza (Commissione europea et al., 2023). In particolare, Arrigoni e Savazzi (2024) riportano che la Direttiva MiFID II prevede obblighi di trasparenza per i quali l'intermediario deve comunicare al cliente la percezione degli incentivi dai *manufacturer*: questi riducono l'asimmetria informativa tra intermediari e clienti, senza però che influenzino in modo rilevante le scelte degli investitori (Commissione europea, 2023). Inoltre, la Direttiva MiFID II vieta gli incentivi nell'ambito della consulenza indipendente e della gestione di portafoglio (Commissione Europea et al., 2023).

In sintesi, il tema degli incentivi (*inducements*) risulta essere estremamente importante nell'ottica della tutela dell'investitore. Per questo motivo, nel presente paragrafo vengono descritte le norme proposte dalle istituzioni europee nell'ambito della Retail Investment Strategy con riferimento al tema degli *inducements*, che puntano ad arricchire il contesto normativo istituito dal legislatore europeo attraverso la direttiva MiFID II, con il fine di tutelare l'investitore *retail* e perseguirne il miglior interesse (*best interest*).

2.3.1. La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy

Gli *inducements* rappresentano un tema trattato non solo dal legislatore e dalle istituzioni afferenti all'Unione europea, ma anche dai *policy maker* delle singole nazioni del Vecchio Continente. Infatti, come si studierà più dettagliatamente nel sottoparagrafo successivo, alcuni paesi, tra cui il Regno Unito, hanno optato per una cancellazione assoluta degli *inducements* e delle criticità che tale sistema di remunerazione comportava, ottenendo effetti positivi. Sebbene alcuni esponenti della Commissione europea con posizioni più radicali proponessero misure drastiche in linea con quelle adottate da questi paesi, ESMA (2020) evidenzia come alcuni paesi dell'Unione europea rischiano di subire effetti negativi sui mercati finanziari in caso di applicazione di un divieto totale sugli *inducements*, avendo una struttura di mercato differente. Infatti, come riportato da Commissione europea et al. (2023) e Arrigoni (2023), paesi come Italia, Germania, Francia e Spagna presentano gruppi bancari che si affidano a reti di vendita composte per lo più da consulenti finanziari non indipendenti, remunerati per lo più grazie al meccanismo degli *inducements*, a differenza di paesi come il Regno Unito che invece utilizzano un modello *fee-only*, in cui è rilevante la presenza di consulenti finanziari

indipendenti remunerati direttamente dai clienti. Un divieto sugli *inducements* porterebbe le banche dei paesi con sistemi di remunerazione *commission-based* ad operare in regime di architettura chiusa, per il quale offrirebbero ai clienti solo prodotti propri o del gruppo di appartenenza, e a modificare il proprio modello distributivo in uno di tipo *fee-based* (ESMA, 2020). Quest'ultimo potrebbe risultare addirittura più costoso per i clienti (KPMG, 2021) e comportare effetti distorsivi per la tutela degli investitori, in quanto in tal caso i consulenti indipendenti concorrerebbero sulle performance dei titoli consigliati ai clienti, senza considerare che a performance più elevate corrisponderebbero rischi maggiori per gli investitori (Arrigoni, 2023). Per i motivi appena elencati, quindi, la Commissione europea ha deciso di adottare un approccio più cauto nella propria proposta di Direttiva Omnibus contenuta nella Retail Investment Strategy, riservandosi la possibilità di riformare la propria posizione tre anni dopo l'entrata in vigore del pacchetto normativo (Mocci, 2024). La proposta appena citata vuole creare una disciplina comune tra l'ambito della prestazione dei servizi di investimento e quello della distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi a favore degli investitori *retail*, riformando sia MiFID II che IDD (Di Carlo e Gobbo, 2024).

Nella sopra citata proposta di Direttiva Omnibus della Commissione europea, viene confermato il divieto di percezione di incentivi nell'ambito della consulenza indipendente e dei servizi di gestione di portafoglio e, inoltre, introduce tale divieto nell'ambito della prestazione di servizi esecutivi (ricezione, trasmissione ed esecuzione di ordini effettuati dai clienti) (Mocci, 2024). In quest'ultimo caso, Mocci (2024) sottolinea come la proposta della Commissione europea preveda un'eccezione: infatti, gli incentivi sono considerati consentiti nel caso in cui i servizi esecutivi siano legati ad un impegno di collocamento assunto nei confronti di un'emittente di numerosi prodotti PRIIPs. Inoltre, nella proposta analizzata, gli *inducements* sono consentiti nel caso in cui nell'ambito della prestazione di servizi esecutivi non venga violato l'obbligo in capo agli intermediari di agire nel miglior interesse dei clienti (Mocci, 2024). In aggiunta, la proposta avanzata dalla Commissione europea sul tema degli *inducements* prevede che essi siano permessi anche nel caso in cui si trovino in abbinamento al servizio di consulenza non indipendente, a condizione che venga rispettato il principio per il quale il consulente deve agire nel miglior interesse del cliente (Mocci, 2024). Infine, secondo la Proposta della Commissione europea, la percezione di incentivi da parte degli intermediari è ammessa nel caso in cui non superino i 100 Euro annui o presentino una natura o entità tali da non essere pregiudizievoli nei confronti del perseguimento del miglior interesse del cliente.

Secondo quanto appena affermato è possibile osservare come il criterio del *best interest test* abbia rimpiazzato nella Proposta della Commissione europea quelli del *quality enhancement test* (nell'ambito della MiFID II) e del *not detriment test* (nell'ambito della IDD) ai fini dell'ammissibilità degli incentivi, con l'obiettivo di giustificare gli *inducements* attraverso la prestazione di un servizio di consulenza che fornisca un valore aggiunto al cliente (Di Carlo e Gobbo, 2024).

Mocci (2024) afferma che la proposta della Commissione europea con riferimento al tema degli incentivi nell'ambito della Retail Investment Strategy non è stata accolta dal mercato con entusiasmo, nonostante l'istituzione europea non abbia assunto posizioni eccessivamente radicali sul tema. Per questo motivo, il Parlamento europeo ha elaborato una propria proposta al fine di introdurre norme più morbide e vicine alle prassi consolidate, maggiormente gradite al mercato rispetto alle proposte della Commissione europea (Mocci, 2024). Nella Proposta di modifica della Direttiva Omnibus avanzata dal Parlamento europeo, infatti, nonostante sia ancora possibile individuare il divieto di percepimento degli *inducements* nell'ambito della prestazione dei servizi di portafoglio e della consulenza non indipendente (tranne nel caso di alcune eccezioni), il legislatore europeo elimina completamente il divieto di percepire incentivi nell'ambito del servizio di ricezione, trasmissione ed esecuzione degli ordini, sostituendolo con obblighi di *disclosure* in capo agli intermediari, riguardanti la struttura delle remunerazioni ricevute da terzi nell'ambito dell'esecuzione di tali servizi (Di Carlo e Gobbo, 2024). Inoltre, nella proposta di Direttiva Omnibus del Parlamento europeo scompaiono i riferimenti al caso della consulenza indipendente e all'utilizzo del criterio del *best interest*: Di Carlo e Gobbo (2024) ipotizzano che questa sia una scelta di tecnica redazionale della norma, per la quale il Parlamento avrebbe deciso di sottintendere la non ammissibilità degli incentivi al di fuori delle eccezioni riportate nel testo della proposta. Come riportato da Di Carlo e Gobbo (2024), però, questa ipotesi appare comunque poco convincente, dato che il Parlamento europeo avrebbe dovuto esprimere un perimetro di tali divieti nel caso in cui avesse voluto effettivamente introdurli. Perciò, se non si considerasse valida l'ipotesi appena citata, la proposta del Parlamento europeo sembrerebbe ammettere gli incentivi senza limitazioni nel caso in cui venga perseguito il miglior interesse del cliente (Di Carlo e Gobbo, 2024).

Rispetto alla posizione della Commissione europea e del Parlamento europeo con riferimento al tema degli incentivi, il Consiglio europeo esprime a sua volta una propria posizione nell'ambito della Retail Investment Strategy. In particolare, innanzitutto, Di

Carlo e Gobbo (2024) evidenziano come il Consiglio europeo abbia eliminato allo stesso modo del Parlamento europeo la proposta originaria di vietare gli incentivi in caso di prestazione di servizi di ricezione, trasmissione ed esecuzione degli ordini effettuati per conto del cliente da parte degli intermediari finanziari, mantenendo però il divieto di percezione di *inducements* nei casi della consulenza indipendente e della prestazione di servizi di gestione di portafoglio. Per servizi differenti da quelli già citati, per i quali non esiste alcun divieto di percepimento di incentivi nell'ambito della Proposta di Direttiva Omnibus del Consiglio UE, Di Carlo e Gobbo (2024) riportano come questa istituzione abbia stabilito che le imprese che operano in ambito finanziario non debbano pregiudicare il perseguimento del miglior interesse del cliente e il loro obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale quando percepiscono incentivi. Per poter valutare se sono rispettati gli obblighi legati al principio del *best interest* dei clienti *retail* e alle modalità con cui un intermediario deve agire, la proposta del Consiglio UE prevede una serie di criteri utili a valutare l'ammissibilità degli incentivi (Di Carlo e Gobbo, 2024), i quali vanno a costituire il cosiddetto *inducement test* (Arrigoni e Savazzi, 2024). Secondo Arrigoni e Savazzi (2024), quest'ultimo rappresenta uno strumento che:

- incrementa la tutela dell'investitore *retail*, dato che i criteri che costituiscono il test permettono di ridurre i conflitti d'interesse introducendo alcuni requisiti organizzativi per gli intermediari;
- presenta effetti distributivi, in quanto i costi di *compliance* dovuti all'*inducement test* da un lato avvantaggiano gli intermediari che distribuiscono strumenti finanziari senza percepire *inducements* (come i consulenti indipendenti) e, dall'altro, avvantaggia gli intermediari che applicano il test, dato che sono destinati ad immettere sul mercato prodotti con valore durevole e che necessitano di minori modifiche in futuro.

Inoltre, il Consiglio UE ha introdotto sia per gli intermediari finanziari che per quelli assicurativi i cosiddetti *Overarching Principles*, ovvero principi generali che devono essere rispettati nell'ambito dell'intermediazione finanziaria ed assicurativa e che devono essere recepiti nelle politiche e procedure aziendali (Di Carlo e Gobbo, 2024). Infine, la Proposta di Direttiva Omnibus del Consiglio UE prevede che nel caso della prestazione di servizi di carattere esecutivo forniti attraverso canali digitali, le imprese di investimento devono prevedere filtri che permettano agli investitori al dettaglio di individuare prodotti finanziari sui quali non ricadono incentivi (Di Carlo e Gobbo, 2024). Questa proposta

permette di tutelare l'investitore *retail* e di contenere costi di *compliance* per gli intermediari (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Dalle proposte sugli incentivi avanzate da Commissione europea, Parlamento europeo e Consiglio europeo è possibile constatare come le posizioni di tali istituzioni divergano ancora per alcuni aspetti. Di Carlo e Gobbo (2024) riportano che è possibile comunque individuare alcuni punti di contatto tra le proposte delle istituzioni europee partecipanti alla procedura di trilogo, come l'introduzione del *best interest test* come criterio per stabilire la possibilità per gli intermediari finanziari di percepire gli incentivi da soggetti differenti dai clienti e il divieto di percepirli nell'ambito di servizi di gestione di portafoglio e della consulenza non indipendente.

In generale, comunque, è possibile osservare come il Parlamento europeo e il Consiglio europeo abbiano ridimensionato la portata della riforma del regime degli *inducements* con cui la Commissione europea intendeva incrementare, seppur con cautela, la tutela dell'investitore retail. Ciò è avvenuto in quanto le due istituzioni intendono individuare una soluzione che sia al tempo stesso non pregiudizievole per il mercato ed in grado di neutralizzare i conflitti d'interesse tra gli intermediari e i clienti, che si possono sviluppare a causa della corresponsione di incentivi ai distributori da parte dei *manufacturer* (Di Carlo e Gobbo, 2024). Essendo l'iter legislativo europeo ancora in corso, occorre attendere il termine della procedura di trilogo per poter osservare un accordo definitivo tra le istituzioni europee sul tema degli *inducements* (Di Carlo e Gobbo, 2024).

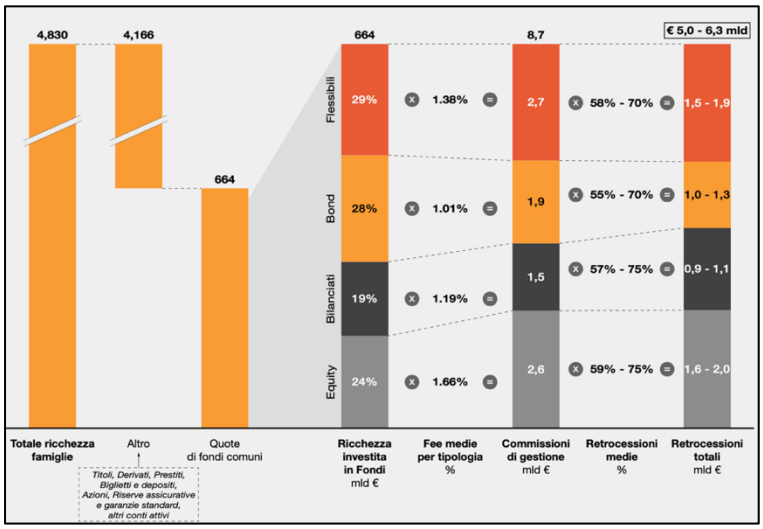
2.3.2. *L'effetto dei divieti sugli incentivi e il caso del Regno Unito*

PwC (2023) riporta che, nel caso in cui il legislatore europeo introducesse un divieto assoluto sugli incentivi, la misura intrapresa comporterebbe una perdita tra i 5 ed i 6 miliardi di Euro sul fatturato degli intermediari a cui vengono retrocessi gli *inducements*. Infatti, come è possibile osservare nella Figura 6, se si considera che la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane nel 2022 era pari a 4830 miliardi di Euro, della quale 664 miliardi rappresentavano le risorse investite in quote di fondi da parte degli investitori *retail*, allora è possibile stimare rispetto a queste ultime un montante di circa 9 miliardi di commissioni di gestione (sulla base di *fee* medie), delle quali tra i 5 e i 6 miliardi di Euro rappresenterebbero *inducements* pagati agli intermediari (PwC, 2023).

Dato l'impatto che verrebbe generato da un divieto completo di percezione degli incentivi (anche se molto complicato, come se si è potuto osservare dalle proposte di Parlamento e

Commissione UE), gli intermediari finanziari devono applicare alcune strategie al fine di adattare il proprio modello di *business* al nuovo contesto normativo (PwC, 2023). In particolare, tali strategie dovranno essere basate sul grado di dipendenza del loro fatturato dagli *inducements*, sulla presenza o meno di una fabbrica-prodotto integrata nel gruppo a cui gli intermediari appartengono e sull'utilizzo da parte di questi ultimi di reti di consulenti remunerate tramite incentivi (PwC, 2023).

Figura 6. Ricchezza finanziaria delle famiglie ed *inducements* (mld €)



Fonte: PwC (2023)

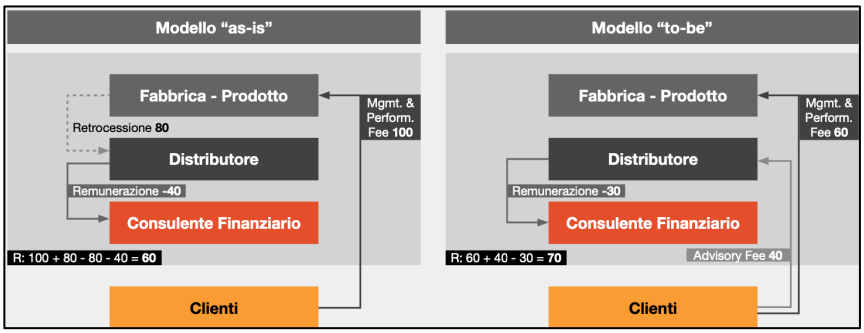
Con riferimento alle azioni che gli intermediari finanziari devono intraprendere al fine di implementare nuove strategie che tengano conto di un possibile divieto imposto sugli *inducements*, PwC (2023) propone quattro soluzioni sulla base della struttura del gruppo a cui appartengono i sopra citati intermediari finanziari:

- gli intermediari finanziari che sono integrati con le fabbriche-prodotto e che sfruttano reti di consulenti finanziari devono adottare una strategia basata sul rafforzamento delle fabbriche-prodotto e sulla promozione di prodotti a basso costo, come ETF o fondi passivi. Inoltre, tali intermediari devono anche istituire piattaforme di gestione della clientela che effettua investimenti in autonomia, al fine difendere la propria quota di mercato;
- gli intermediari finanziari che sono integrati con le fabbriche-prodotto e che non sfruttano reti di consulenti finanziari devono rimodellare il proprio modello di business per includervi la consulenza finanziaria dipendente e indipendente, sulla base di schemi di *pricing* e contratti che ne garantiscano l'efficienza;

- gli intermediari finanziari che presentano reti di consulenti finanziari ma che non sono integrati con le fabbriche-prodotto dovranno valutare lo sviluppo di queste ultime o l'acquisizione di *player* esistenti nel settore, oltre a rivedere il modello aziendale al fine di fornire consulenza indipendente oltre a quella non indipendente, se non viene già fatto;
- gli intermediari finanziari che non sono integrati con le fabbriche-prodotto e non prevedono reti di consulenti finanziari dovranno fondare fabbriche-prodotto o acquisire *player* del settore e, inoltre, sviluppare contratti e strumenti di *pricing* per poter implementare la consulenza indipendente e non.

Sulla base di quanto affermato risulta utile valutare, nel caso in cui il legislatore introducesse un divieto di percezione degli incentivi, come dovrà effettivamente variare la struttura delle remunerazioni di fabbriche-prodotto, distributori e consulenti finanziari a fronte della prestazione di servizi di investimento. Considerando innanzitutto il caso di un gruppo che opera nel settore finanziario e che presenta una fabbrica-prodotto ed una rete di consulenti finanziari integrate (Figura 7), PwC (2023) evidenzia che secondo il modello attuale, ad esempio, considerando il pagamento da parte di un cliente di 100 Euro di *Management & Perfomance Fee* alla fabbrica-prodotto per accedere ad un prodotto di investimento, l'importo che viene retrocesso sotto forma di un incentivo al distributore dello strumento finanziario è pari ad 80 Euro, attraverso i quali l'intermediario a sua volta remunera, per un importo pari a 40 Euro, il consulente finanziario che ha permesso la vendita del prodotto. Con un modello come quello attuale, dei 100 Euro di ricavo dovuti alle *fee* pagate dal cliente nei confronti della fabbrica-prodotto, 60 Euro vengono trattenuti dal gruppo (PwC, 2023). Con un eventuale divieto sugli incentivi imposto dal legislatore europeo, allora un ipotetico modello prevederà che, a fronte di un pagamento complessivo di una *fee* dell'importo di 100 Euro da parte del cliente, solo 60 Euro verranno pagati direttamente alla fabbrica-prodotto (*Management & Perfomance Fee*), mentre la restante parte verrà pagata al distributore come *Advisory Fee* (PwC, 2023). Quest'ultima viene sfruttata dal distributore stesso per remunerare i consulenti finanziari responsabili della vendita dei prodotti per un importo pari a 30, completando il meccanismo di remunerazione legato alla prestazione di servizi di investimenti ai clienti e generando un ricavo di gruppo complessivo pari a 70 Euro, superiore rispetto a quello ottenuto tramite il modello attuale (PwC, 2023). Si può quindi osservare come un divieto totale di percezione degli incentivi può avere un effetto addirittura positivo sui ricavi di un intermediario finanziario che opera con un modello a gruppo integrato con rete.

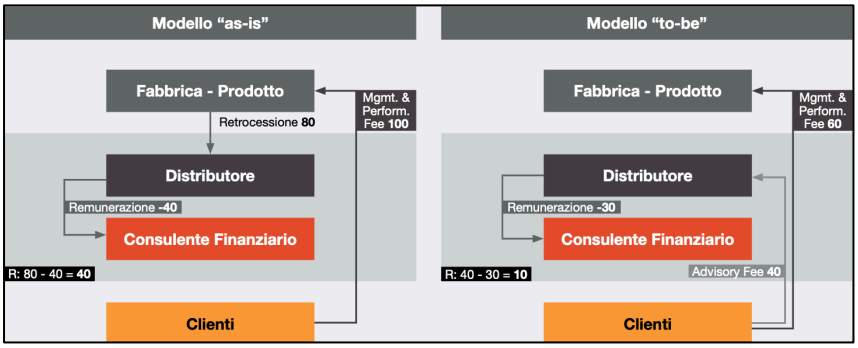
Figura 7. Impatto del *ban* sugli *inducements* in un gruppo integrato con rete



Fonte: PwC (2023)

PwC (2023) evidenzia anche come dovrebbe invece adattare la propria strategia un intermediario finanziario che presenta una rete di consulenti finanziari ma non include nel perimetro del proprio gruppo di appartenenza una fabbrica-prodotto: in questo caso, le strategie attuali e da applicare in caso di divieto di incentivi sono analoghe a quelle osservate precedentemente, ma occorre evidenziare come ad esse siano correlate dei ricavi di gruppo più bassi, essendo esclusi quelli generati delle fabbriche-prodotto. In particolare, nella Figura 8 è possibile osservare come i ricavi del gruppo a cui appartiene l'intermediario finanziario distributore siano pari a 40 Euro prima dell'introduzione del divieto di *inducements* e pari a 10 Euro in seguito all'entrata in vigore di quest'ultimo. In questo caso, quindi, è confermato come sia consigliabile per gli intermediari che non sono integrati con un *manufacturer* sviluppare una fabbrica prodotto o acquisire un *player* del settore.

Figura 8. Impatto del *ban* sugli *inducements* nel modello distributivo con rete



Fonte: PwC (2023)

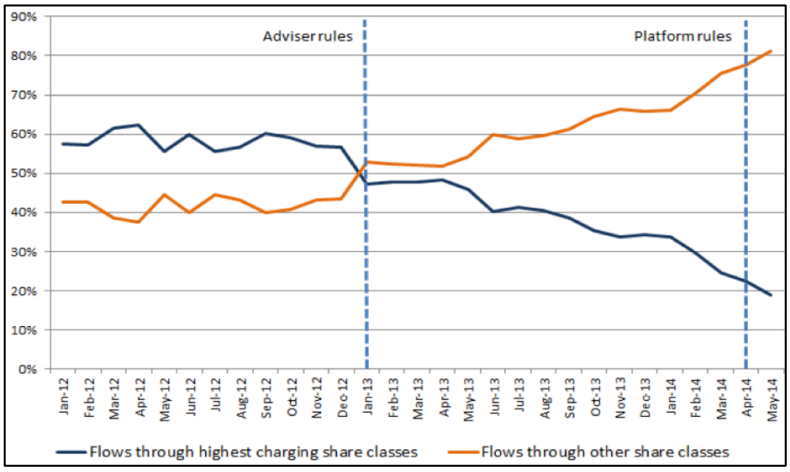
I paesi dell'Unione Europea devono attuare strategie simili a quelle sopra esposte in caso

di divieto di percezione degli *inducements*, a causa del fatto che essi generalmente applicano un modello di remunerazione degli intermediari finanziari che coniuga il *commission-based model* e il *fee-based model* (Better Finance, 2022). Nel Regno Unito, invece, è già stato applicato il divieto di percezione degli incentivi rispettivamente nel 2012: in particolare, il Regno Unito applica attualmente un *fee-based model* (Better Finance, 2022), per il quale gli investitori devono remunerare direttamente i consulenti e le fabbriche-prodotto nel caso in cui vogliano usufruire di un servizio finanziario.

Analizzando il caso specifico del Regno Unito, è possibile affermare come quest'ultimo sia stato il primo Paese membro dell'UE ad applicare un divieto totale sugli incentivi a partire dal 2012 (Better Finance, 2022). Ciò è avvenuto attraverso la Retail Distribution Review (RDR), che, secondo Better Finance (2022), è stata proposta dalla Financial Services Authority (ovvero l'attuale Financial Conduct Authority) al fine di:

- evitare i conflitti di interesse generati dagli *inducements*;
- incrementare la competizione nei mercati finanziari, in quanto con gli *inducements* era eccessivamente basata sull'entità degli incentivi pagati agli intermediari dalle fabbriche-prodotto;
- incrementare la fiducia nei consulenti finanziari e la loro credibilità agli occhi dei consumatori, in quanto risultava particolarmente bassa (Financial Services Authority, 2011).

Grafico 4. Flussi lordi investiti in prodotti con diversa classe di costo



Fonte: Investment Management Association (2014)

Nel monitoraggio applicato dalla Financial Conduct Authority negli anni successivi alla misura intrapresa dal legislatore britannico, come riportato dalla Commissione europea

(2023), si è potuto osservare come il divieto imposto sugli incentivi abbia generato negli investitori *retail* la tendenza a incorrere meno di frequente in meccanismi di *product-bias*: ciò è testimoniato dal fatto che essi abbiano incrementato la fruizione di servizi di investimento a basso costo, nonostante la riduzione delle commissioni imposte su quelli a costo elevato, indotta dal legislatore britannico (Grafico 4).

Inoltre, la Commissione europea (2023) evidenzia come il mix di prodotti finanziari in cui gli investitori *retail* hanno investito maggiormente sia variato in seguito alla decisione del Regno Unito di imporre un divieto sugli incentivi: infatti, in seguito a tale misura, sono cresciute le vendite di servizi finanziari meramente esecutivi su piattaforme online, che risultano essere a basso costo, data la forte correlazione esistente tra i prodotti con commissioni elevate e quelli distribuiti previa fruizione di un servizio di consulenza (Europe Economics, 2014). In particolare, l'incremento nelle vendite di servizi meramente esecutivi ha portato questi ultimi a diventare i prodotti di investimento più venduti, anche rispetto a quelli soggetti a servizi di consulenza (Commissione europea, 2023). Questa tendenza è attribuibile al fatto che, in seguito all'introduzione del divieto legato agli incentivi, gli investitori *retail* del Regno Unito hanno iniziato a ritenere non necessaria la consulenza, in parte anche perché fiduciosi di essere in grado di prendere decisioni di investimento in autonomia (Financial Conduct Authority, 2020). A fronte di questi trend, nonostante l'impatto positivo del divieto di percezione di incentivi sulla qualità della consulenza finanziaria, sulla trasparenza e sui conflitti di interesse nel Regno Unito, la Financial Conduct Authority (2016) ha sollevato alcune preoccupazioni sulla possibilità che gli investitori al dettaglio non fruissero adeguatamente della consulenza, generando un *advice gap*. In realtà, si è osservato che solo un numero limitato di investitori britannici ha subito un impatto negativo in termini di *advice gap* in seguito all'imposizione del divieto sugli *inducements*, anche grazie ad una corretta segmentazione della clientela da parte degli intermediari finanziari e ad una rinnovata popolarità della consulenza finanziaria a partire dal 2017 (Financial Conduct Authority, 2020).

La riforma sugli *inducements* avvenuta nel Regno Unito ha avuto effetti positivi anche sull'industria finanziaria. Infatti, in seguito all'introduzione del divieto, nonostante essa abbia inizialmente sperimentato un declino dei servizi di consulenza causato da un processo di uscita dal mercato della consulenza delle banche *retail* (iniziato già prima del divieto sopra citato) (Europe Economics, 2014), in seguito si è sviluppata una ripresa della popolarità della consulenza finanziaria, incentivata dallo sviluppo tecnologico, dalla digitalizzazione e dal rientro delle banche *retail* nel mercato, che ha portato nel complesso

ad una crescita del numero di consulenti retail del 4% nel Regno Unito tra il 2012 e il 2019 (Financial Conduct Authority, 2020). Dal 2016 al 2019, inoltre, si è osservata una crescita del 37% nel fatturato delle imprese che offrono servizi di consulenza, anche grazie alla crescita del numero di investitori *retail* che sfruttano le piattaforme online per accedere a servizi finanziari a carattere esecutivo (Financial Conduct Authority, 2019). Quest'ultima, in particolare, tra il 2013 e il 2017 si è attestata su un livello pari a 2,2 milioni di utenti (Financial Conduct Authority, 2019). Inoltre, gli impatti positivi sull'industria finanziaria del divieto sugli *inducements* imposto nel Regno Unito si possono osservare anche analizzando i ricavi delle imprese di investimento in ambito *retail*: infatti, sebbene inizialmente essi si siano ridotti a causa del mancato incasso di commissioni (Europe Economics, 2014), tra il 2013 e il 2019 è stata osservata una crescita totale dei ricavi nel settore degli investimenti al dettaglio pari al 71%, con una crescita media per impresa pari al 54% (Financial Conduct Authority, 2020).

Quanto affermato permette di osservare come la misura che ha imposto il divieto totale sugli incentivi nel Regno Unito abbia sortito effetti positivi sia sugli investitori *retail* che sull'industria finanziaria che opera nei confronti di tale tipologia di clientela. Occorre comunque considerare che tali misure sono state implementate in un Paese membro dell'Unione Europea che presentava un modello di remunerazione degli intermediari differente da quello dei paesi che verranno investiti dalle misure sugli *inducements* relative alla Retail Investment Strategy, i quali potrebbero perciò subire effetti differenti. Inoltre, il legislatore europeo non ha ancora completato l'iter legislativo che riguarda tale pacchetto di riforme, perciò non è possibile in questo momento definire se la portata delle misure intraprese sarà simile a quella della riforma che ha avuto luogo nel Regno Unito e se, quindi, gli effetti ottenuti saranno simili rispetto al caso descritto.

2.4. L'incentivo all'educazione finanziaria del cliente

L'alfabetizzazione finanziaria rappresenta la combinazione di fattori, come la consapevolezza, le conoscenze, le competenze e i comportamenti in ambito finanziario, che sono in grado di permettere agli individui di prendere decisioni finanziarie sensate e di raggiungere il proprio benessere finanziario individuale (OECD, 2020). Secondo quanto riportato dalla Commissione europea (2023), l'alfabetizzazione finanziaria nell'Unione Europea risulta nel complesso bassa e distribuita in modo iniquo: infatti, un'indagine campionaria sull'alfabetizzazione finanziaria condotta da OECD (2020) su individui adulti ha rivelato che, su un punteggio massimo di 21, 14 Paesi membri

dell'Unione Europea si posizionavano tra i punteggi di 11,1 (Italia) e 14,7 (Slovenia). Inoltre, secondo Klapper et al. (2015) è possibile osservare che, nell'ambito dello *Standard & Poor's Global Financial Literacy Survey* del 2014, nei paesi scandinavi dell'UE si registrano punteggi molto più elevati di alfabetizzazione finanziaria rispetto che nell'Est dell'Unione Europea, evidenziando la sopra citata disuguaglianza.

La Commissione europea (2023) evidenzia come un basso livello di alfabetizzazione finanziaria impatti in modo rilevante sugli investitori *retail* e, in particolare, sul quadro normativo europeo che li tutela, dato che bassi livelli di educazione finanziaria rendono meno efficaci i documenti informativi forniti all'investitore, che non sarebbe in questo modo in grado di comprenderli adeguatamente. Inoltre, bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria incrementano la fiducia riposta dagli investitori *retail* nella consulenza, comportando una mancanza di consapevolezza nelle scelte di questi ultimi (Commissione europea, 2023). Di conseguenza, la Commissione europea (2023) evidenzia l'importanza di promuovere presidi per incrementare l'educazione finanziaria degli investitori al dettaglio, al fine di permettere a questi ultimi di prendere decisioni finanziarie che incrementino il loro benessere finanziario e permettano loro di proteggersi da fenomeni come l'inflazione.

Avendo i programmi di formazione sull'alfabetizzazione finanziaria un impatto positivo sulle conoscenze e sui comportamenti finanziari degli individui (Kaiser et al., 2020), oltre che per i motivi sopra citati, l'alfabetizzazione finanziaria rappresenta una delle priorità della Commissione europea, che vuole promuovere il benessere finanziario degli individui introducendo norme nell'ambito della Retail Investment Strategy che permettano di incrementare l'educazione finanziaria degli investitori (Commissione europea, 2023). Al fine di promuovere l'alfabetizzazione finanziaria tra gli investitori *retail*, secondo quanto riportato dalla Commissione europea (2023), il legislatore europeo intende introdurre norme nell'ambito della Retail Investment Strategy che riguardano la promozione di programmi formali ed informali di supporto all'educazione finanziaria a favore degli investitori *retail*, al fine di permettere loro di tenere un comportamento responsabile quando investono. Come riportato dalla Commissione europea (2023), il legislatore europeo ha ricevuto la proposta del *High Level Forum on Capital Markets Union* per cui le norme sull'educazione finanziaria dovrebbero essere elaborate sulla base di quelle già previste nella *Mortgage Credit Directive* (MCD). Secondo questa direttiva, gli Stati membri dell'UE devono promuovere programmi di supporto all'educazione dei consumatori sui temi di gestione responsabile dell'indebitamento, con particolare

riferimento ai mutui (art. 6, co. 1 Direttiva 2014/17/UE). Esempi di programmi portati avanti dai paesi membri dell'UE con riferimento alla MCD sono, come riportato dalla Commissione europea (2023):

- la creazione di piattaforme per migliorare la consapevolezza finanziaria organizzando eventi;
- l'organizzazione di seminari per insegnanti e studenti;
- l'introduzione di programmi per migliorare la gestione delle finanze dei consumatori e prevenire situazioni di difficoltà finanziaria;
- la fornitura di supporto ai consumatori da parte di organizzazioni per i consumatori, servizi clienti e *call center*;
- fornitura di supporto legale *online* e telefonico.

Le misure intraprese nell'ambito della MCD potrebbero essere replicate anche con riferimento ai programmi di educazione finanziaria proposti dalla Commissione europea nella Direttiva Omnibus relativa alla Retail Investment Strategy. Proprio con riferimento alle misure da intraprendere nell'ambito della promozione dell'educazione finanziaria a favore degli investitori al dettaglio, Better Finance (2023) evidenzia come l'educazione finanziaria debba essere rivolta sia ai giovani in età scolare che agli adulti, in quanto i programmi scolastici di educazione finanziaria comporterebbero effetti percepibili solo entro due decenni, quando i bambini che hanno ricevuto l'educazione finanziaria inizieranno ad investire. Invece, come riportato da Better Finance (2023), al fine di ottenere effetti immediati sugli investitori *retail* dai programmi di educazione finanziaria promossi dalla Retail Investment Strategy, occorre agire sui due canali che contribuiscono ad educare gli investitori al dettaglio, ovvero la consulenza finanziaria e gli *Employee Share Ownership Plans* (ESOP). Questi ultimi, in particolare, sono forme di remunerazione per i dipendenti che Global Shares definisce come l'offerta a questi ultimi di acquistare azioni della società per cui lavorano e, in alcuni casi, di riceverle gratuitamente.

Nello specifico, affinché la consulenza svolga al meglio il proprio ruolo educativo nei confronti dei clienti al dettaglio, occorre che essa fornisca a questi ultimi delle informazioni di alta qualità e libere da conflitti di interessi (caratteristiche per le quali la Retail Investment Strategy prevede le proposte normative descritte precedentemente) (Better Finance, 2023). Invece, gli ESOP rappresentano una modalità attraverso cui far prendere familiarità con le attività di investimento agli investitori al dettaglio, portando

allo stesso tempo capitali all'interno dei mercati finanziari europei (Better Finance, 2023). Tramite i programmi di educazione finanziaria previsti dalla Retail Investment Strategy, la Commissione europea intende fare da contrappeso al parziale snellimento della procedura di consulenza indipendente contenuta nella Proposta di Direttiva Omnibus della Commissione europea, oltre che rendere più propensi ad accedere al servizio di consulenza gli individui che, avendo un grado di educazione finanziaria più elevato, sarebbero in grado di colmare alcune lacune informative (Piccinno, 2024). Inoltre, la Proposta della Commissione europea intende rendere gli investitori più propensi al rischio in quanto più competenti in ambito finanziario: ciò li incentiverebbe a detenere strumenti rischiosi e a investire con il supporto di un intermediario (sebbene la maggior educazione finanziaria li porterebbe, in parte, ad agire in autonomia), cedendo con una maggior propensione i propri capitali al mercato. Quanto appena riportato gioverebbe ai mercati finanziari europei, in quanto la Retail Investment Strategy ha lo scopo di incrementare la partecipazione degli investitori *retail* a tali mercati e la loro tutela (Piccinno, 2024). Inoltre, secondo Piccinno (2024), la maggior fiducia dell'investitore *retail* nei confronti dell'intermediario, derivante da un livello superiore di alfabetizzazione finanziaria, consente al cliente di individuare eventuali falle nel perseguimento del principio del *best interest* nell'ambito della consulenza. Ciò avviene soprattutto nel caso in cui la *financial literacy* del cliente si trasformi in *financial capability* (capacità di agire con consapevolezza in ambito finanziario) (Piccinno, 2024). Quindi, la maggiore educazione finanziaria del cliente permette di mettere quest'ultimo in condizione di tutelarsi da eventuali abusi e, allo stesso tempo, lo responsabilizza, traslando parte del rischio dell'investimento dai comportamenti dell'intermediario a quelli dell'investitore: per questo motivo, nell'ambito della Retail Investment Strategy, gli interventi di snellimento della consulenza indipendente vanno di pari passo con quelli legati alla promozione dell'educazione finanziaria (Piccinno, 2024). L'appena citata responsabilizzazione dell'investitore *retail* non rappresenta però un sinonimo di deresponsabilizzazione dell'intermediario finanziario e non compensa i suoi inadempimenti: infatti, quest'ultimo deve mantenere standard di professionalità e competenza elevati, al fine di offrire una consulenza che permetta al cliente di non incorrere in *bias* comportamentali, che non sono colmabili con informazioni o progetti educativi (Piccinno, 2024).

Concludendo, Piccinno (2024) sottolinea come la promozione dell'educazione finanziaria nell'ambito della Retail Investment Strategy risulti finalizzata a garantire una maggior tutela dell'investitore al dettaglio anche grazie alla sua responsabilizzazione, senza però

dimenticare l'importante ruolo del consulente finanziario, che, a fronte delle semplificazioni previste dal pacchetto proposto dal legislatore europeo, deve comunque guidare il cliente al perseguimento del suo miglior interesse, senza che diventi il consulente finanziario di sé stesso.

2.5. Comunicazioni e pratiche di marketing

Nel presente paragrafo viene evidenziato che la Retail Investment Strategy intende promuovere la tutela dell'investitore, incrementando la trasparenza delle pratiche di marketing ed adattandole all'era digitale (PwC, 2024). In particolare, il pacchetto di riforme si concentra sulla disciplina delle modalità di realizzazione e diffusione delle comunicazioni di marketing, e su come vengono ripartite le responsabilità sul tema tra produttori e distributori, oltre che sulla disciplina degli *influencer* finanziari (*finfluencers*), i quali sono soggetti che promuovono strumenti finanziari tramite mezzi elettronici (PwC, 2024).

Inoltre, il paragrafo evidenzia anche le novità introdotte dalla Retail Investment Strategy con riferimento alla comunicazione precontrattuale, con particolare riferimento agli emendamenti proposti per il Regolamento PRIIPs.

2.5.1. Le novità sulle pratiche di marketing e la disciplina dei finfluencers

La Commissione europea ha presentato, nella sua Proposta di Direttiva Omnibus nell'ambito della Retail Investment Strategy, una serie di norme riguardanti presidi organizzativi che gli intermediari finanziari devono adottare al fine di dotarsi di una politica di comunicazione e sulle pratiche di marketing (Mocci, 2024). Queste misure sono condivise anche dalle proposte di Parlamento europeo e Consiglio europeo ed hanno lo scopo di tutelare gli investitori al dettaglio, in quanto le loro decisioni di investimento sono influenzate dalle pratiche di marketing adottate dagli intermediari finanziari (Arrigoni e Savazzi, 2024). Infatti, come affermato da ESMA (2022), gli investitori *retail* hanno una maggiore probabilità di accedere a strumenti finanziari non coerenti alle proprie caratteristiche ed ai propri obiettivi nel caso in cui ricevano comunicazioni di marketing ingannevoli o che sottolineino unicamente i pregi dei prodotti promossi, nascondendone i difetti.

Quanto appena affermato evidenzia che la commercializzazione e la pubblicizzazione di servizi e prodotti finanziari attraverso canali digitali presenta, oltre a innegabili pregi,

alcuni difetti legati ai rischi che comportano tali canali di comunicazione (Commissione europea, 2023). Con riferimento alla materia delle comunicazioni e delle pratiche di marketing, Commissione UE, Parlamento UE e Consiglio UE risultano per lo più concordi su molte novità che verranno introdotte dalla Retail Investment Strategy al fine di tutelare gli investitori al dettaglio dalle comunicazioni e dalle pratiche commerciali ingannevoli (Arrigoni e Savazzi, 2024). In particolare, secondo quanto riportato da Arrigoni e Savazzi (2024), le tre istituzioni sono allineate nelle loro proposte con riferimento all'introduzione di norme riguardanti:

- la disciplina di trasparenza, per le quali gli intermediari hanno l'obbligo di individuare chiaramente le comunicazioni di marketing, di definirle e presentarle in modo imparziale, chiaro e non fuorviante. Inoltre, esse devono essere attribuibili precisamente all'impresa di investimento a cui si riferiscono e presentare in modo bilanciato sia i benefici che i rischi dei prodotti di investimento che promuovono;
- la regolamentazione dei prodotti, per le quali le imprese di investimento devono elaborare strategie di distribuzione e comunicazione e pratiche di marketing coerenti con il mercato di riferimento del prodotto promosso;
- l'adozione di misure organizzative interne, per le quali gli intermediari devono definire, approvare e controllare una politica volta alla *compliance* delle norme definite in materia di comunicazioni e pratiche di marketing. Inoltre, gli organi di gestione devono ricevere relazioni annuali sull'uso delle comunicazioni di marketing e sulle strategie che delineano le pratiche pubblicitarie. Infine, il legislatore prevede che vengano istituiti sistemi di controlli interni sulle pratiche di marketing e sulla comunicazione (Mocci, 2024).

Attraverso tali misure gli investitori hanno la possibilità di evitare casi di *mis-selling* quando prendono le proprie decisioni di investimento, mentre le imprese devono definire o revisionare i processi legati alla comunicazione e alle pratiche di marketing, anche in modo coerente rispetto agli obblighi analoghi che devono rispettare in ambito di *product governance*, secondo quanto previsto dalle proposte della Retail Investment Strategy.

Mentre le tre istituzioni europee partecipanti alla procedura del trilogo sono concordi sulle misure sopra citate, non è possibile affermare lo stesso con riferimento al tema dei cosiddetti *finfluencers*, o *financial influencers*. Questi ultimi sono soggetti che operano nelle piattaforme *social* e che offrono consigli e raccomandazioni su prodotti e contratti

finanziari in modo diretto o indiretto, sfruttando la propria notorietà presso il pubblico (Zanin e Bonaldo, 2024) e influenzando le decisioni di investimento degli investitori (Kakhbod et al., 2025). La proposta di Direttiva Omnibus per la Retail Investment Strategy elaborata dalla Commissione europea non ha previsto inizialmente norme specifiche con riferimento ai *finfluencers*. Queste ultime, in particolare, sono state introdotte nella versione proposta dal Parlamento europeo, la quale dedica una serie di regole agli *influencer* finanziari e ai loro rapporti con gli intermediari (Mocci, 2024). Se da un lato tali soggetti promuovono l'educazione finanziaria verso un'ampia platea di soggetti, dall'altro lato rischiano di essere pericolosi, soprattutto per i soggetti più giovani, a causa delle raccomandazioni e dei consigli dispensati con riferimento a prodotti finanziari (Mocci, 2024). Per questo motivo la proposta di Direttiva Omnibus del Parlamento europeo impone agli intermediari finanziari che si avvalgono degli *influencer* finanziari di concludere un accordo scritto con questi ultimi, che deve definire la natura e lo scopo delle attività svolte per l'intermediario da parte dei *finfluencer* (Mocci, 2024). Inoltre, l'identità e i contatti di questi ultimi devono essere forniti alle autorità di vigilanza e tenuti a loro disposizione da parte degli intermediari per cui svolgono le proprie mansioni (Arrigoni e Savazzi, 2024), i quali hanno anche l'obbligo di vigilare sul rispetto da parte dei *finfluencer* delle norme in materia di comunicazione e marketing (Mocci, 2024). Infine, la proposta del Parlamento europeo prevede anche il potere dell'autorità di vigilanza competente di impedire l'attività degli *influencer* finanziari che operano a favore di imprese di investimento non autorizzate (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Le norme previste dalla proposta di Direttiva Omnibus del Parlamento europeo in tema di *finfluencers* non trovano seguito in quella del Consiglio europeo (Arrigoni e Savazzi, 2024), la quale riprende quindi l'approccio seguito inizialmente dalla Commissione europea. La rimozione delle norme riguardanti il tema nelle versioni della Commissione e del Consiglio UE rende più vulnerabili gli investitori al dettaglio (soprattutto quelli più giovani), in quanto li espone ad un rischio maggiore di digital *mis-selling* (Arrigoni e Savazzi, 2024). Infatti, come riportato da Qi e Hull (2024), diversamente dai soggetti tradizionali che influenzano le scelte degli investitori (famiglia, amici e consulenti finanziari), i *finfluencers* potrebbero negoziare strumenti finanziari o raccomandarli sulla base di una logica che non è basata sulla performance in termini assoluti, ma principalmente sulla scelta di strumenti che permettano loro di guadagnare popolarità nelle piattaforme *social* in cui operano e di favorire i *manufacturer*. Tale operatività può generare asimmetrie informative e conflitti di interesse (Qi e Hull, 2024), che mettono a

rischio l'investitore *retail*. Per questo motivo, secondo Arrigoni e Savazzi (2024), nonostante la proposta del Parlamento europeo possa comportare più costi di *compliance* per gli intermediari che si avvalgono dei *finfluencers* per promuovere prodotti e servizi finanziari, nell'ottica della tutela dell'investitore al dettaglio è più sensato introdurre un quadro normativo che regolamenti l'attività di tali soggetti.

2.5.2. Le modifiche al regolamento PRIIPs

Spostando l'obiettivo della trattazione dalle norme sulle pratiche di marketing proposte nell'ambito della Retail Investment Strategy a quelle riguardanti l'informativa precontrattuale, è possibile sottolineare come nell'ambito dell'appena citato pacchetto di riforme siano state elaborate, da parte delle istituzioni europee partecipanti alla procedura del trilogo, proposte di modifica del Regolamento PRIIPs, con il fine di incrementare le tutele a favore dell'investitore al dettaglio. In particolare, De Polis (2024) evidenzia come la Commissione europea abbia proposto una serie di emendamenti al Regolamento PRIIPs, tra i quali spicca innanzitutto l'adattamento del *Key Information Document* (KID) all'evoluzione digitale: infatti, la proposta prevede il passaggio del documento precontrattuale al *digital-by-default regime*. Quest'ultimo che chi offre consulenza su un PRIIP debba fornire agli investitori al dettaglio il KID in formato elettronico, salvo che tali informazioni vengano richieste in forma cartacea dagli investitori stessi. Il formato elettronico del KID può essere uno strumento interattivo (a patto che non ne alteri la comprensione) e, secondo quanto affermato da De Polis (2024), in tal caso può assumere la caratteristica del *layering*, per la quale l'investitore al dettaglio ha la possibilità di visualizzare nel primo livello del KID le informazioni di maggiore importanza, di espandere le singole sezioni che lo compongono e di simulare i costi nell'arco del periodo di detenzione raccomandato. La proposta di emendamento del Regolamento PRIIPs della Commissione UE, inoltre, prevede che il KID scaricabile in formato elettronico sia disponibile tramite un link posto accanto allo strumento interattivo, e che tale link rimanga disponibile nel sito web del consulente o del venditore di PRIIPs, in modo che possa essere scaricato e consultato dall'investitore al dettaglio in caso di necessità. Inoltre, la Commissione UE aggiunge l'obbligo in capo ai consulenti e ai venditori di PRIIP di informare gli investitori al dettaglio del diritto di ricevere il KID in formato cartaceo e quello in capo all'ideatore del PRIIP di fornire le versioni precedenti del KID agli investitori al dettaglio che lo richiedono. Oltre alle norme sul formato del KID, De Polis (2024) evidenzia anche come, nell'ambito della proposta di emendamento del

Regolamento PRIIPs della Commissione UE, il documento precontrattuale venga integrato con due nuove sezioni, le quali sono:

- "Il prodotto in breve", che riporta informazioni sintetiche sui costi e sui rischi dei prodotti di investimento, oltre al periodo di detenzione raccomandato;
- "Quanto è sostenibile il prodotto sotto il profilo ambientale?", che riporta informazioni sulla quota minima di esposizione del PRIIP ad attività economiche considerate sostenibili e l'intensità prevista di emissioni di gas serra associate al PRIIP stesso.

Infine, nell'ambito della proposta di emendamento del Regolamento PRIIPs della Commissione europea, vengono modificate anche le norme riguardanti i PRIIP che offrono all'investitore *retail* una serie di opzioni di investimento, per i quali non è possibile consegnare al cliente un singolo documento sintetico. In particolare, in questi casi, la norma proposta prevede che il KID fornisca una descrizione delle opzioni di investimento sottostanti al PRIIP ed indichi i costi di quest'ultimo che divergono da quelli dell'opzione di investimento scelta, a patto che le informazioni sulle varie opzioni di investimento siano facilmente accessibili per l'investitore al dettaglio.

Con riferimento alla proposta di emendamento del Regolamento PRIIPs elaborata da Parlamento e Commissione UE nell'ambito della Retail Investment Strategy, è possibile osservare come queste due istituzioni europee risultino nel complesso concordi rispetto alle posizioni espresse dalla Commissione UE. In particolare, esse concordano con quest'ultima sulla necessità di rendere il KID in formato elettronico lo standard da adottare per gli intermediari finanziari, senza però precludere l'accesso alla versione cartacea per i clienti che ne abbiano la necessità o la volontà. Inoltre, nella proposta del Parlamento UE e del Consiglio UE viene confermata l'introduzione delle nuove sezioni del KID, riguardanti la sintesi delle caratteristiche del PRIIP ed il suo impatto ambientale (quest'ultima viene integrata anche con la valutazione degli impatti negativi sui fattori di sostenibilità del prodotto d'investimento), e delle misure sui PRIIP che offrono molteplici forme di investimento. Infine, si osserva come nelle proposte del Parlamento e del Consiglio UE venga sottolineata l'importanza della separazione tra le comunicazioni legate alle pratiche di marketing e quelle precontrattuali del KID.

Nel complesso, è possibile osservare come le modifiche al Regolamento PRIIPs proposte nell'ambito della Retail Investment Strategy siano in linea con gli obiettivi del pacchetto di riforme di incrementare la tutela dell'investitore, aggiornando le norme precedenti ed

adattandole all'evoluzione che i mercati finanziari hanno subito negli ultimi anni, soprattutto con riferimento alla digitalizzazione, alle nuove politiche a favore della sostenibilità e agli strumenti finanziari innovativi.

III. Le implicazioni della Retail Investment Strategy sul modello di business delle banche

3.1. Appropriatezza ed adeguatezza nella Retail Investment Strategy

Le proposte della Commissione, del Parlamento e del Consiglio UE comprendono alcune norme riguardanti la riforma delle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza previste dalle direttive MiFID e MiFID II e descritte nel Capitolo I. In particolare, come già affermato, queste due tipologie di valutazioni hanno la funzione di portare gli intermediari finanziari a fornire assistenza e consulenza ai clienti, in modo che sia adeguata rispetto ai servizi finanziari offerti e alle conoscenze e competenze della clientela (Cerini, 2011), le quali vengono sintetizzate nella classificazione dei clienti nelle categorie della clientela al dettaglio, professionale e delle controparti qualificate (Gillet et al., 2017). Queste due valutazioni, in particolare, hanno la funzione di evitare il rischio di *mis-selling*: infatti, ad esempio, la valutazione di adeguatezza viene considerata, nei suoi ambiti di applicazione, il presidio fondamentale messo a disposizione dal legislatore contro il *mis-selling* (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Facendo particolare riferimento alla valutazione di adeguatezza di un prodotto rispetto alla situazione finanziaria di un cliente, è appropriato ricordare quanto previsto dalla direttiva MiFID II. In particolare, secondo quest'ultima, tale valutazione si applica al servizio di consulenza per gli investimenti o di gestione di portafoglio e, per la clientela al dettaglio, consiste in una valutazione dell'esperienza in ambito finanziario, degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente, mentre per la clientela professionale la valutazione sopra citata deve attestare l'esperienza, le conoscenze, la comprensione dei rischi e l'attitudine e la capacità nel sostenere le perdite da parte del cliente (Busch, 2017).

Rispetto a quanto previsto per la valutazione di adeguatezza nella Direttiva MiFID II, la Retail Investment Strategy introduce alcune modifiche attraverso le proposte di Direttiva Omnibus elaborate da Commissione, Parlamento e Consiglio UE. Facendo riferimento innanzitutto alla proposta della Commissione europea, quest'ultima ha introdotto l'obbligo per gli intermediari di tenere conto della diversificazione di portafoglio dei clienti nell'ambito della valutazione di adeguatezza, raccogliendo informazioni dai clienti stessi e dalle imprese concorrenti sulle composizioni dei portafogli (Mocci, 2024). Questa impostazione è stata poi modificata nell'ambito della proposta di Direttiva Omnibus

elaborata dal Parlamento UE e dal Consiglio UE: infatti, sebbene essa preveda che gli intermediari debbano tenere conto della diversificazione di portafoglio dei clienti nella valutazione di adeguatezza, secondo le due istituzioni non è necessario che gli intermediari finanziari raccolgano dati a riguardo dagli intermediari finanziari concorrenti, limitandosi quindi a valutare solo i dati sulla diversificazione del portafoglio forniti dal cliente (Mocci, 2024). Questa modifica è stata introdotta dal Parlamento europeo e dal Consiglio europeo in quanto agli intermediari mancano poteri di indagine e strumenti di controllo che permettano di verificare se i dati forniti dalle imprese concorrenti siano effettivamente corretti (Mocci, 2024). Secondo Arrigoni e Savazzi (2024), l'idea di affidare unicamente al cliente il dovere di fornire le informazioni agli intermediari è da accogliere positivamente, in quanto permette di raggiungere un livello superiore di tutela dell'investitore, essendo quest'ultimo responsabile delle informazioni fornite.

Inoltre, Arrigoni e Savazzi (2024) evidenziano come le proposte delle tre istituzioni europee convergano sul tema della semplificazione della valutazione di adeguatezza dei prodotti rispetto alla situazione finanziaria di un cliente in caso di fornitura di servizi di consulenza indipendente. Infatti, in un'ottica di incentivazione del servizio appena citato (già evidenziata al paragrafo 2.2), le proposte formulate nell'ambito della Retail Investment Strategy prevedono i soggetti che offrono servizi di consulenza indipendente avente ad oggetto servizi finanziari ben diversificati, non complessi ed efficienti dal punto di vista dei costi possano condurre una valutazione di adeguatezza semplificata, che non prevede la valutazione delle conoscenze finanziarie, delle esperienze e della diversificazione di portafoglio del cliente (Arrigoni e Savazzi, 2024). La scelta del legislatore europeo di favorire a livello normativo la consulenza indipendente anche sotto il punto di vista della valutazione di adeguatezza rappresenta, secondo Arrigoni e Savazzi (2024), un possibile azzardo nel caso in cui non venisse adeguatamente ponderata e non si considerassero i suoi effetti distributivi, ma solo quelli di carattere politico.

Infine, la proposta di Direttiva Omnibus del Consiglio UE nell'ambito della Retail Investment Strategy prevede che la valutazione di adeguatezza includa una norma afferente al tema del *best interest* del cliente, per la quale in sede di consulenza non indipendente non è possibile raccomandare alla clientela prodotti di investimento con caratteristiche supplementari non funzionali agli obiettivi di quest'ultima e che prevedono costi aggiuntivi (Arrigoni e Savazzi, 2024). Infatti, come già affermato nel paragrafo 2.2, questa norma era inclusa tra le regole in tema di *best interest* nella proposta della

Commissione europea ed era stata eliminata in quella del Parlamento europeo: per questo motivo il Consiglio l'ha reintegrata ed inserita tra le norme sulla valutazione di adeguatezza (Arrigoni e Savazzi, 2024). La reintroduzione da parte del Consiglio UE della regola in tema di *best interest* nell'ambito della valutazione di adeguatezza presenta un duplice effetto, in quanto rappresenta sicuramente un presidio aggiuntivo a tutela degli investitori, ma allo stesso tempo influisce negativamente sulla redditività degli intermediari, i quali devono anche modificare di conseguenza i processi di approvazione e distribuzione dei prodotti finanziari. Inoltre, un ulteriore effetto negativo potrebbe essere legato al fatto che se il criterio afferente al tema del *best interest* venisse interpretato in modo eccessivamente rigoroso dagli intermediari finanziari, esso potrebbe non essere compatibile con l'orientamento del legislatore europeo di promuovere la finanza sostenibile, oltre alla tutela dell'investitore e alla partecipazione ai mercati finanziari (Arrigoni e Savazzi, 2024). Infatti, se la valutazione di adeguatezza includesse il criterio che vieta al consulente finanziario dipendente di promuovere prodotti con caratteristiche e costi aggiuntivi non combacianti con gli obiettivi del cliente, non sarebbe possibile proporre a quest'ultimo quelli con caratteristiche ESG nel caso in cui non formulasse in modo esplicito particolari preferenze in tema di sostenibilità (Arrigoni e Savazzi, 2024).

Oltre alle norme sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti rispetto alla situazione finanziaria del cliente, la Retail Investment Strategy prevede anche alcune norme che si riferiscono alla valutazione di appropriatezza, la quale si applica, secondo quanto previsto dalla MiFID II, ai clienti al dettaglio, al fine di verificare se un servizio o uno strumento finanziario a cui non si applica la valutazione di adeguatezza risulta appropriato rispetto alle loro conoscenze ed alla loro esperienza (Busch, 2017): un esempio di applicazione di tale valutazione sono i servizi di investimento esecutivi, come quelli di esecuzione di ordini per conto dei clienti (Perrone, 2018).

Facendo riferimento alle norme sulla valutazione di appropriatezza dei servizi finanziari rispetto alle conoscenze e all'esperienza del cliente, la proposta di Direttiva Omnibus elaborata dalla Commissione europea nell'ambito della Retail Investment Strategy prevede un giudizio di appropriatezza sensibilmente più simile a quello di adeguatezza rispetto a quanto previsto dalla MiFID II: infatti, oltre a conoscenze ed esperienza dell'investitore al dettaglio, la Commissione europea ha aggiunto anche la capacità del cliente di sostenere perdite e la sua tolleranza al rischio come elementi di valutazione (Mocci, 2024). Inoltre, la versione di Direttiva Omnibus elaborata dalla Commissione

europea prevede anche che gli intermediari finanziari possano procedere a svolgere operazioni che non hanno superato la valutazione di appropriatezza solo sotto l'esplicita richiesta scritta del cliente, richiamando l'istituto dell'autorizzazione a procedere che era prevista precedentemente all'entrata in vigore della Direttiva MiFID (Mocci, 2024). Questa norma è l'unica che viene mantenuta nella proposta del Parlamento europeo sulla valutazione di appropriatezza nell'ambito della Retail Investment Strategy, la quale, per i restanti aspetti, ricalca quanto previsto dalla direttiva MiFID II in tema di adeguatezza (Mocci, 2024). A differenza di quanto appena affermato, nella proposta di Direttiva Omnibus del Consiglio UE vengono invece ripristinate le norme previste dalla proposta della Commissione europea (Arrigoni e Savazzi, 2024).

L'intervento delle istituzioni europee sulle modalità di esecuzione della valutazione di appropriatezza nell'ambito della Retail Investment Strategy rappresenta una misura a favore della tutela dell'investitore, soprattutto a fronte del forte incremento dell'accesso ai servizi meramente esecutivi da parte degli investitori al dettaglio che verrebbe provocato da misure restrittive sugli *inducements* (Arrigoni e Savazzi, 2024). Infatti, le proposte delle istituzioni europee in tema di valutazione di appropriatezza prevedono che l'investitore presti un consenso informato agli intermediari al fine di procedere con operazioni non appropriate e, nelle proposte della Commissione e del Consiglio UE, la valutazione di appropriatezza assume tratti più simili a quelli del giudizio di adeguatezza, che risulta essere più conservativo (Arrigoni e Savazzi, 2024). Di contropartita, però, lasciare la possibilità agli intermediari di procedere con l'erogazione di servizi finanziari non appropriati per il cliente rappresenta una misura che appare, secondo Arrigoni e Savazzi (2024), non particolarmente efficace.

Quanto osservato con riferimento alla valutazione di appropriatezza e adeguatezza è oggetto di un iter normativo che deve ancora concludersi, perciò le misure proposte da Commissione, Parlamento e Consiglio UE devono ancora essere inserite all'interno di una Direttiva Omnibus unitaria ed approvata da tutte e tre le istituzioni. Nonostante ciò, è comunque possibile valutare le ricadute sulle *policy* interne degli intermediari finanziari delle proposte sul tema dell'adeguatezza incorporate dalla Retail Investment Strategy, come avverrà nei paragrafi successivi della presente analisi.

3.2. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1

Gli intermediari finanziari stanno adottando alcune misure in linea con le proposte normative della Retail Investment Strategy, in attesa che venga delineato definitivamente

il testo della Direttiva Omnibus e dell'emendamento del Regolamento PRIIPs previsti da tale pacchetto normativo, che imporranno agli operatori del settore di implementare nel proprio modello di *business* delle misure definitive in tema di tutela dell'investitore.

Nel presente paragrafo viene analizzato il caso di una banca operante in Italia (d'ora in poi chiamata "*Player* 1") che rappresenta una realtà di grandi dimensioni e consolidata del proprio settore. Quest'ultima si è dotata di un Modello di Valutazione di Adeguatezza coerente con i riferimenti forniti da Consob ed ESMA, il quale è stato approvato in via definitiva dal Consiglio di Amministrazione dell'intermediario nel febbraio del 2025 ed ha la funzione di dotare quest'ultimo di linee guida sulla conduzione della valutazione di adeguatezza e sulla determinazione dei cosiddetti prodotti *best in class*, ovvero dei migliori prodotti finanziari del catalogo di offerta dell'intermediario. Entrambi i temi appena citati verranno analizzati approfonditamente nel presente paragrafo.

3.2.1. La Verifica di Adeguatezza in generale

Con riferimento ai caratteri generali della Verifica di Adeguatezza dei prodotti rispetto al profilo del cliente applicata dal *Player* 1, quest'ultimo riporta che esso è focalizzato sulla valutazione delle caratteristiche del portafoglio del cliente e degli eventuali impatti su quest'ultimo di un'operazione per cui è previsto l'obbligo di valutazione di adeguatezza (ad esempio, nel caso del servizio di consulenza per gli investimenti o di gestione di portafoglio). Inoltre, il modello applicato dall'intermediario tiene conto di altri criteri riguardanti l'operazione consigliata nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti, finalizzati a stabilire se l'operazione messa in atto sia adeguata o meno, come:

- la corrispondenza tra l'operazione e gli obiettivi di investimento del cliente;
- la compatibilità tra la situazione finanziaria del cliente e la sua capacità di sopportazione di ogni rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi finanziari;
- la coerenza tra la natura dell'operazione e l'esperienza e le competenze in ambito finanziario del cliente, affinché possa comprendere i rischi che l'operazione posta in essere comporta;
- la coerenza tra la natura dell'operazione e le preferenze in materia di sostenibilità espresse dal cliente.

Il *Player* 1 introduce quindi, nell'ambito del proprio Modello di Valutazione di

Adeguatezza, criteri che si riferiscono alla composizione del portafoglio e alle preferenze di sostenibilità del cliente che usufruisce del servizio di consulenza per cui è prevista la valutazione di adeguatezza. Nella conduzione di quest'ultima, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che quest'ultimo assicuri che, nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza, il personale coinvolto nella valutazione di adeguatezza presenti un grado di competenze e conoscenze adeguato ed informi la clientela, in modo semplice e chiaro, che la valutazione di adeguatezza viene condotta al fine di perseguire il miglior interesse del cliente. In particolare, il modello adottato dal *Player* 1 in ambito di adeguatezza prevede che l'intermediario debba adottare politiche e procedure adeguate a comprendere le caratteristiche dei prodotti finanziari adatti ai clienti e le informazioni necessarie ad individuarli.

Al fine di raccogliere le informazioni necessarie ad individuare prodotti finanziari adeguati rispetto alle caratteristiche dei clienti, l'intermediario oggetto di analisi deve adottare misure che garantiscano l'affidabilità e l'adeguatezza del servizio di consulenza svolto. Ad esempio, la raccolta delle informazioni:

- non deve fare affidamento su autovalutazioni svolte dai clienti sulla base delle loro esperienze, conoscenze e situazioni finanziarie;
- deve garantire che i prodotti oggetto della valutazione di adeguatezza vengano studiati tutti, senza che il cliente venga condotto verso una tipologia specifica di investimento;
- deve rendere le informazioni raccolte sui clienti coerenti.

Secondo il Modello di Valutazione di Adeguatezza analizzato, le informazioni e la documentazione per svolgere la verifica omonima devono essere raccolte attraverso opportune procedure informatiche trasparenti ed ordinate, che permettano anche di conservarle ed aggiornarle nel tempo (soprattutto nel caso di rapporti continuativi). Facendo particolare riferimento alla raccolta della documentazione, quest'ultima deve essere effettuata seguendo criteri che permettano di studiarla, al fine di individuare eventuali errori nello svolgimento della valutazione di adeguatezza (come il *mis-selling*), e di mantenerla accessibile alle autorità competenti o ai soggetti interessati operanti nell'impresa. Inoltre, Il Modello di Valutazione di Adeguatezza utilizzato dal *Player* 1 richiede che i processi di raccolta della documentazione debbano essere coadiuvati da procedure di attenuazione di eventuali lacune o limiti che li caratterizzano.

Le informazioni sulla clientela finalizzate alla conduzione della valutazione di

adeguatezza dei servizi finanziari rispetto al profilo dei clienti vengono raccolte dagli intermediari finanziari in genere attraverso il questionario MiFID, che viene elaborato da ogni *player* al fine di intervistare i clienti prima di ogni operazione legata alla consulenza o alla gestione di portafogli (Consob). Questo questionario contiene domande tese a raccogliere informazioni su conoscenze, competenze, capacità di sopportare i rischi, obiettivi finanziari, composizione del portafoglio e preferenze di sostenibilità del cliente. Come si può osservare dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, queste domande vengono organizzate in un questionario a 5 sezioni, denominate con lettere dalla A alla E. In particolare, quelle appartenenti alle sezioni A e B riguardano il profilo di conoscenza ed esperienza del cliente, quelle che appartengono alle categorie C e D si riferiscono al profilo di rischio attribuito al cliente e, infine, la sezione E riguarda le preferenze di sostenibilità della clientela.

Una volta raccolte le informazioni sulla clientela attraverso il questionario MiFID, il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1 prevede che quest'ultimo le utilizzi al fine di effettuare una corretta classificazione della propria clientela, secondo quanto previsto anche dalla direttiva MiFID II attualmente in vigore, per la quale i clienti possono essere classificati in: clienti al dettaglio, investitori professionali e controparti qualificate. Occorre specificare che, nel caso in cui il cliente si tratti di un investitore professionale, il Modello di Valutazione di Adeguatezza utilizzato dal *Player* 1 prevede un questionario composto unicamente dalle sezioni C, D ed E, in quanto in tal caso si presuppone che il cliente presenti già le conoscenze, competenze ed esperienze in ambito finanziario necessarie a riconoscere i prodotti di investimento. Inoltre, il Modello di Valutazione di Adeguatezza analizzato sottolinea che nel caso in cui le operazioni oggetto della valutazione di adeguatezza avvengano nell'ambito di un rapporto cointestato, allora le modalità di classificazione della clientela differiscono a seconda della facoltà del rapporto, infatti:

- se la facoltà è disgiunta, allora la raccolta delle informazioni relative alla conoscenza ed esperienza del cliente viene effettuata in relazione al singolo cointestatario che impartisce l'ordine, mentre per quelle relative alla situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento e alle preferenze di sostenibilità la raccolta avviene sulla base del "Profilo di Riferimento" dei cointestatari che possono eseguire l'operazione;
- se la facoltà è congiunta, allora tutte le informazioni utili ai fini della valutazione

di adeguatezza devono essere fornite congiuntamente da tutti i contitolari.

Alla luce di quanto previsto dal Modello di Valutazione di Adeguatezza oggetto di analisi, le informazioni che permettono di classificare adeguatamente il cliente in una delle categorie sopra citate vengono confrontate con le caratteristiche dei prodotti finanziari che vengono offerti alla clientela, che devono essere oggetto di "mappatura" da parte dell'intermediario al fine di definirne i profili di complessità e dei costi che il cliente deve sostenere per accedere ai prodotti stessi. Questo confronto rappresenta il vero e proprio processo di verifica dell'adeguatezza, che può avere, secondo quanto riportato dal Modello di Valutazione di Adeguatezza predisposto dal *Player* 1, diversi esiti. In particolare, il confronto delle singole caratteristiche dei prodotti finanziari con quelle del cliente che ha richiesto un'operazione nell'ambito dei servizi di consulenza e di gestione del portafoglio può avere esito:

- positivo;
- negativo migliorativo, nel caso in cui il portafoglio derivante dalle operazioni effettuate risulti migliore di quello preesistente;
- negativo non peggiorativo, nel caso in cui l'esito delle operazioni effettuate produca un portafoglio uguale a quello preesistente;
- negativo peggiorativo, nel caso in cui l'esito delle operazioni effettuate produca un portafoglio peggiore di quello preesistente.

Sulla base degli esiti dei singoli controlli riguardanti il confronto tra le caratteristiche dei prodotti finanziari proposti alla clientela e le informazioni raccolte da quest'ultima, come riportato dal Modello di Valutazione di Adeguatezza approvato dal *board* del *Player* 1, è possibile trarre l'esito finale della verifica di adeguatezza del portafoglio del cliente. In particolare, l'esito complessivo della valutazione viene considerato adeguato dal modello utilizzato dal *Player* 1 nel caso in cui:

- tutti i controlli abbiano esito positivo;
- nessun controllo abbia un esito negativo di carattere peggiorativo ed è presente almeno un esito negativo migliorativo;
- tutti i controlli abbiano esito negativo non peggiorativo.

Nell'ambito dei controlli messi in atto dall'intermediario finanziario durante la valutazione di adeguatezza, secondo il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1, quest'ultimo deve effettuare alcuni controlli focalizzati sul rapporto tra:

- il controvalore del prodotto coinvolto nell'operazione oggetto della valutazione,

unito alla sommatoria del controvalore dei prodotti della stessa categoria detenuti dal cliente precedentemente all'operazione stessa;

- la ricchezza del cliente, espressa dalla somma del controvalore dei prodotti e servizi oggetto dell'operazione, sottoposti alla disciplina MiFID, rientranti nella categoria dei fondi pensione e della liquidità detenuta nei rapporti di conto corrente.

Oltre al controllo appena citato, secondo quanto riportato dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, la valutazione da esso prevista si fonda su un'ulteriore serie di controlli. In particolare, questi ultimi si basano su un confronto delle informazioni fornite dal cliente all'interno del questionario MiFID con le caratteristiche dei prodotti e servizi finanziari oggetto dell'operazione da esso richiesta. Il modello approvato dal *Player* 1 sottolinea come le caratteristiche dei prodotti oggetto di valutazione sono: complessità, rischio di credito, rischio di mercato, tempo minimo di detenzione, rischio di concentrazione e caratteristiche di sostenibilità. Queste caratteristiche, in particolare, verranno analizzate nel dettaglio nei seguenti sottoparagrafi, mettendole in relazione con le informazioni fornite dal cliente nell'ambito del questionario MiFID. Inoltre, nei seguenti sottoparagrafi verranno trattate ulteriori analisi previste dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, come quelle relative alla metodologia *best in class* e alle operazioni.

Una volta eseguiti i controlli previsti dalla valutazione di adeguatezza, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che l'esito di tale verifica venga formalizzato all'interno di un'apposita documentazione che viene rilasciata alla clientela e che mantiene la propria validità per 8 giorni dalla data di esecuzione. Nel caso in cui il *Player* 1 valuti come adeguata un'operazione eseguita a favore di un cliente nell'ambito del servizio di consulenza, allora è possibile metterla in atto. Altrimenti, secondo il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, in presenza di un esito "non adeguato", l'intermediario finanziario non può procedere ad eseguire l'operazione a favore del cliente.

Una volta stabilita l'adeguatezza di un'operazione condotta a favore di un cliente nell'ambito del servizio di consulenza, la *policy* di adeguatezza del *Player* 1 prevede che la valutazione venga replicata periodicamente su tutto il portafoglio di strumenti finanziari detenuto dal cliente presso l'intermediario, secondo le stesse modalità descritte in questo paragrafo. Questo controllo è finalizzato a fornire un'indicazione sullo stato di adeguatezza dei portafogli detenuti dalla clientela del *Player* 1 ad una determinata data e

non si applica ai prodotti finanziari acquistati tramite servizi di gestione patrimoniale e consulenza avanzata.

Nell'ambito della valutazione di adeguatezza periodica appena citata, a differenza di quanto avviene per quella eseguita a fronte di una raccomandazione di investimento, la *policy* del *Player* 1 non prevede alcuna verifica sulla coerenza tra la complessità degli strumenti finanziari del portafoglio e il profilo di conoscenza ed esperienza del cliente, in quanto vi è un differimento temporale tra la valutazione di adeguatezza iniziale e quella periodica.

3.2.2. I controlli previsti dal Modello di Valutazione di Adeguatezza

I controlli che caratterizzano la valutazione di adeguatezza prevista dal modello approvato dal *Player* 1 si basano, come già affermato nel paragrafo precedente, sul confronto tra le informazioni che il cliente fornisce all'intermediario finanziario attraverso il questionario MiFID e le caratteristiche dei prodotti finanziari che sono oggetto dell'operazione oggetto della valutazione di adeguatezza. In particolare, tra i controlli citati nel paragrafo precedente, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 esegue una distinzione, per cui:

- le informazioni riguardanti il profilo di conoscenza ed esperienza del cliente, contenute nelle sezioni A e B del questionario MiFID, vengono poste a confronto con il grado di complessità dei prodotti finanziari;
- le informazioni sul profilo di rischio della clientela, contenute nelle sezioni C e D del questionario MiFID, vengono confrontate con il rischio di credito, di mercato e di concentrazione del portafoglio del cliente, oltre che con il tempo minimo di detenzione dei prodotti finanziari oggetto dell'operazione;
- le informazioni riguardanti le preferenze in materia di sostenibilità del cliente e contenute nella sezione E del questionario MiFID vengono confrontate con le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari offerti al cliente e con la quota di portafoglio investita in prodotti ESG.

Oltre ai controlli appena citati, il *Player* 1 prevede all'interno del proprio Modello di Valutazione di Adeguatezza anche la metodologia *Best in Class* e la valutazione costi/benefici, le quali verranno trattate successivamente.

Con riferimento al controllo di adeguatezza dei prodotti finanziari rispetto alle informazioni raccolte nelle sezioni A e B del questionario MiFID, il Modello di

Valutazione di Adeguatezza prevede che il *Player* 1 compari queste ultime con la complessità dei prodotti finanziari raccomandati ai clienti. In particolare, il modello prevede che l'adeguatezza di questi ultimi venga valutata mettendo a confronto il loro grado di complessità (bassa, medio-bassa, medio-alta e alta) con il profilo di conoscenza ed esperienza del cliente al dettaglio (basso, medio-basso, medio-alto e alto). La Tabella 2 evidenzia i possibili risultati dei controlli di adeguatezza in funzione di queste variabili: ad esempio, clienti al dettaglio con bassa conoscenza ed esperienza in ambito finanziario possono accedere unicamente a prodotti che presentano un basso grado di complessità.

Tabella 2. Verifica di adeguatezza delle sezioni A e B

		Profilo di conoscenza ed esperienza del cliente (retail)			
		Basso	**Medio-Basso**	**Medio - alto**	**Alto**
complessità del prodotto	Bassa (1)	Adeguato	Adeguato	Adeguato	Adeguato
	Medio - bassa (2)	Non adeguato	Adeguato	Adeguato	Adeguato
	Medio - alta (3)	Non adeguato	Non adeguato	Adeguato	Adeguato
	Alta (4)	Non adeguato	Non adeguato	Non adeguato	Adeguato

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Occorre specificare come il controllo di adeguatezza della complessità dei prodotti finanziari rispetto al profilo del cliente previsto dal *Player* 1 debba essere eseguito in fase di sottoscrizione dei prodotti, i quali vengono classificati sulla base della loro complessità una-tantum. Secondo quanto previsto dal Modello di Valutazione di Adeguatezza, questa classificazione deve essere rivista ed aggiornata periodicamente e, inoltre, prevede una quinta classe di complessità dei prodotti (molto alta). Questa classe di complessità è popolata da prodotti che non possono essere collocati presso alla clientela al dettaglio, ma unicamente a quella professionale, in quanto non risulterebbero mai adeguati rispetto ad alcun profilo di esperienza e di conoscenza di un cliente *retail*.

Passando ai controlli di adeguatezza condotti dal *Player* 1 rispetto alle informazioni raccolte dalla clientela nelle sezioni C e D del questionario MiFID, innanzitutto il Modello di Valutazione di Adeguatezza prevede un confronto tra il profilo di rischio del cliente ed il rischio di credito dei prodotti finanziari oggetto della valutazione di adeguatezza. In particolare, i prodotti finanziari del *Player* 1 vengono suddivisi in classi

secondo un rischio di credito crescente, le quali vengono numerate da 1 a 7. In contropartita, il modello analizzato prevede che il profilo di rischio del cliente venga suddiviso in quattro classi: basso, medio-basso, medio-alto, alto. A fronte di tali classificazioni, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che, affinché un'operazione si consideri adeguata, il portafoglio di un cliente non possa essere esposto verso prodotti finanziari appartenenti ad una determinata classe di rischio di credito per più del massimo consentito dal proprio profilo di rischio. Ad esempio, se si considera un prodotto con uno *score* di rischio di credito pari a 3, allora un cliente con un profilo di rischio basso non potrà investire una quota di portafoglio superiore al 50% in prodotti della stessa classe. Nella Tabella 3 il ragionamento appena riportato viene esteso per tutte le combinazioni tra le classi di rischio di credito dei prodotti ed i profili di rischio della clientela.

Tabella 3. Verifica di adeguatezza del rischio di credito dei prodotti finanziari

		Profilo di rischio del cliente			
		Basso	**Medio-Basso**	**Medio - alto**	**Alto**
Classe di Rischio di Credito	1-2	100%	100%	100%	100%
	3	50%	75%	100%	100%
	4	20%	40%	60%	100%
	5-6-7	0%	0%	30%	60%

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Con riferimento ai controlli di adeguatezza svolti dal *Player* 1 rispetto alle informazioni fornite dal cliente nelle sezioni C e D del questionario MiFID, il Modello di Valutazione di Adeguatezza prevede un confronto tra queste ultime e il rischio di mercato del portafoglio del cliente, misurato come la volatilità di quest'ultimo. In particolare, se un'operazione messa in atto dal cliente nell'ambito del servizio di consulenza causa un incremento della volatilità tale da superare i limiti previsti per il suo profilo di rischio (Tabella 4), allora questa non supererà il controllo di adeguatezza.

Tabella 4. Verifica di adeguatezza della volatilità di portafoglio

	Profilo di rischio del cliente			
	Basso	**Medio-Basso**	**Medio - Alto**	**Alto**
Volatilità di portafoglio	≤5	5<SQM≤9	9<SQM≤14	Sempre adeguato

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Oltre al controllo di adeguatezza appena descritto, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede anche un confronto tra il profilo di rischio del cliente e il tempo minimo di detenzione dei prodotti finanziari in cui esso investe nell'ambito del servizio di consulenza, definito come il tempo necessario (in anni) necessario recuperare i costi di acquisto dei prodotti finanziari. In particolare, il tempo minimo di detenzione di un prodotto finanziario viene considerato adeguato rispetto al profilo di rischio della clientela se è compreso tra:

- 0 e 3 anni per i clienti con profilo di rischio basso;
- 0 e 5 anni per i clienti con profilo di rischio medio-basso;
- 0 e 10 anni per i clienti con profilo di rischio medio-alto;
- 0 e 15 anni per i clienti con profilo di rischio alto.

Al fine di determinare l'adeguatezza del tempo minimo di detenzione di un prodotto finanziario rispetto al profilo di rischio del cliente che vuole sottoscriverlo, il Modello di Valutazione di Adeguatezza ha introdotto la Formula 3.1 come modalità di calcolo del tempo minimo di detenzione.

$$\mathbf{TMD} = \frac{\mathbf{Costi\ una\ tantum\ (Costi\ entrata + Costi\ uscita)}}{\mathbf{Costo\ massimo\ sostenibile - Costi\ di\ gestione}} \qquad (3.1)$$

La Formula 3.1 esprime il tempo minimo di detenzione di un prodotto finanziario come il rapporto tra i costi una-tantum sostenuti dal cliente ai fini di un'operazione di investimento e la differenza tra il costo massimo sostenibile ed i costi di gestione del prodotto finanziario sottoscritto. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 specifica come il costo massimo sostenibile sia calcolato come il 40% del rendimento atteso del portafoglio modello associato al profilo di rischio del cliente per cui viene condotta la valutazione di adeguatezza. La Tabella 5 riporta i valori percentuali del costo massimo sostenibile dal cliente in funzione del suo profilo di rischio.

Tabella 5. Costo massimo sostenibile in base al profilo di rischio del cliente

	Profilo di rischio del cliente			
	Basso	**Medio-Basso**	**Medio - Alto**	**Alto**
Costo massimo sostenibile	1,95%	2,10%	2,35%	2,71%

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Oltre ai controlli già analizzati, il Modello di Valutazione di Adeguatezza predisposto dal *Player* 1 prevede che le informazioni raccolte da quest'ultimo nelle sezioni C e D del questionario MiFID vengano utilizzate anche per determinare se il rischio di concentrazione del portafoglio di un cliente al dettaglio sia adeguato rispetto al profilo di rischio di quest'ultimo (il controllo non è previsto per quelli professionali). L'intermediario deve valutare l'adeguatezza di tale rischio calcolandolo rispetto al singolo emittente dei prodotti finanziari, rispetto alla valuta di emissione e al singolo prodotto oggetto della raccomandazione, come si può osservare nella Tabella 6.

Tabella 6. Percentuali massime di concentrazione per la valutazione di adeguatezza

Categoria di prodotto	Massima % valutaria sulla Ricchezza	Massima % singolo emittente sulla Ricchezza	Massima % singolo prodotto (ISIN) sulla Ricchezza	
			Classe complessità	%
Obbligazioni GBC/ garantite da soggetto terzo	30%	30%	1 - 2	30%
			3 - 4	20%
Obbligazioni bancarie	30%	25%	1 - 2	25%
			3 - 4	15%
Obbligazioni non bancarie	30%	30%	1 - 2	30%
			3 - 4	20%
Obbligazioni sovrane Paesi G7 (*)	30%	50%	1 - 2	50%
			3 - 4	20%
Obbligazioni sovrane Paesi non G7	30%	10%	1 - 2	10%
			3 - 4	5%
Investment Certificate con livello di protezione incondizionata del capitale investito inferiore all'85% Investment Certificate con livello di protezione condizionata	30%	10%	4	10%

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Il modello analizzato stabilisce una modalità di calcolo della percentuale di concentrazione di portafoglio aggiuntiva derivante da una raccomandazione fornita nell'ambito del servizio di consulenza, per la quale si esegue un rapporto in cui numeratore e denominatore vengono calcolati al netto di eventuali garanzie e franchigie sui prodotti finanziari considerati. In particolare:

- il numeratore è la somma dei controvalori del prodotto raccomandato e di quelli appartenenti alla sua stessa categoria già detenuti in portafoglio dal cliente;
- il denominatore è pari alla ricchezza del cliente, ovvero la somma dei controvalori di tutti i prodotti MiFID e IDD presenti nel dossier titoli del cliente, del prodotto

raccomandato, di quelli detenuti dal cliente ma non inclusi nel dossier titoli e dell'ammontare di liquidità di tutti i conti correnti riferibili al cliente (al netto del controvalore del prodotto oggetto di raccomandazione e delle spese correnti sostenute).

Se la percentuale di concentrazione di portafoglio rilevata nell'ambito della valutazione di adeguatezza supera quelle stabilite dal Modello di Valutazione di Adeguatezza predisposto dal *Player* 1, allora la verifica di adeguatezza riguardante il rischio di concentrazione non può essere considerata superata. All'interno della Tabella 6 vengono riportati nello specifico alcuni limiti di adeguatezza della concentrazione del portafoglio della clientela rispetto a differenti categorie di prodotti di investimento.

Nell'ambito dei controlli effettuati ai fini della valutazione di adeguatezza dei prodotti finanziari rispetto alle caratteristiche del cliente, infine, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 considera quelli legati al confronto tra le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti raccomandati e le preferenze ESG dei clienti. Queste ultime vengono raccolte nella sezione E del questionario MiFID e permettono di delineare un profilo ESG del cliente, in funzione del quale costui può esprimere la volontà di destinare una quota minima del portafoglio in:

- prodotti/strumenti finanziari ecosostenibili, che secondo Banca d'Italia contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi ambientali e che sono stati elencati nella "Tassonomia UE per le attività sostenibili";
- prodotti/strumenti finanziari sostenibili, che secondo Banca d'Italia si limitano a promuovere caratteristiche di sostenibilità nell'ambito delle strategie di investimento, senza prevedere obiettivi ambientali della Tassonomia o sociali;
- prodotti/strumenti finanziari che considerano i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

L'entità delle quote di portafoglio destinate dai clienti in prodotti rientranti nelle appena citate classificazioni dipendono da quanto questi ultimi hanno dichiarato in tre specifici quesiti della sezione E del questionario MiFID. In particolare, all'interno della Tabella 7 è possibile osservare quali devono essere le percentuali minime di incidenza nel portafoglio di un cliente dei prodotti con caratteristiche di sostenibilità, espresse in funzione della risposta data dal cliente ai sopra citati quesiti, affinché esse vengano considerate adeguate dal *Player* 1.

Le quote di portafoglio appena citate vengono calcolate come un rapporto tra il

controvalore dei prodotti finanziari con caratteristiche di sostenibilità e la ricchezza complessiva del cliente, calcolata come il controvalore degli strumenti finanziari detenuti dal cliente e disciplinati dai regimi MiFID e IDD. Secondo quanto previsto dal modello elaborato dal *Player* 1, i parametri di adeguatezza in tema di sostenibilità di un'operazione svolta nell'ambito del servizio di consulenza non risultano bloccanti ai fini del suo completamento: infatti, nel caso in cui le quote di portafoglio dei clienti impiegate in prodotti con caratteristiche di sostenibilità risultassero inadeguate rispetto alle preferenze da loro espresse nel questionario MiFID, il *Player* 1 si limiterebbe unicamente a comunicarlo al cliente, senza però bloccare l'operazione. Questa scelta intrapresa dal *Player* 1 può essere ricondotta a quanto previsto dalla Retail Investment Strategy: tale connessione verrà analizzata all'interno del paragrafo 3.4 della presente analisi.

Tabella 7. Incidenza minima di portafoglio dei prodotti ESG

Risposta del cliente	Incidenza prodotti ecosostenibili	Risposta del cliente	Incidenza prodotti sostenibili	Risposta del cliente	Incidenza prodotti PAI
1	Almeno 15%	1	Almeno 15%	1	Almeno 15%
2	Almeno 30%	2	Almeno 30%	2	Almeno 30%
3	Nessun vincolo	3	Nessun vincolo	3	Nessun vincolo

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

3.2.3. La metodologia best in class

Secondo il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1, quest'ultimo è tenuto a selezionare, nell'ambito della procedura di valutazione di adeguatezza, i prodotti migliori da raccomandare al cliente nell'ambito del servizio di consulenza in materia degli investimenti, ovvero i cosiddetti prodotti *best in class*. Questi ultimi vengono selezionati all'interno di categorie di prodotti finanziari che presentano caratteristiche simili (prodotti equivalenti), sulla base di considerazioni basate sui costi e sul livello di complessità dei prodotti stessi.

Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che le raccomandazioni d'acquisto rivolte alla clientela (o la prima rata versata nel caso di Piani di Accumulo Capitale o modalità di investimento simili) abbiano ad oggetto un prodotto *best in class*. Questa regola prevede però anche un'eccezione: infatti, i consulenti possono raccomandare anche prodotti che non siano *best in class*, a patto che il loro controvalore complessivo non superi il 20% del portafoglio del cliente.

Il processo di determinazione dei prodotti *best in class* previsto dal Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1 si articola in tre differenti fasi:

- il raggruppamento dei prodotti finanziari in categorie di equivalenza, eseguito sulla base delle caratteristiche, della struttura e del profilo di sostenibilità dei prodotti offerti dall'intermediario e finalizzato a condurre l'analisi comparativa;
- la selezione delle categorie di equivalenza, che ha lo scopo di individuare le categorie di equivalenza dei prodotti più adeguate rispetto ai bisogni del cliente, di cui l'intermediario viene a conoscenza tramite le informazioni fornite dallo stesso;
- la comparazione dei prodotti equivalenti, che rappresenta una fase in cui questi ultimi vengono comparati sfruttando un indicatore sintetico, al fine di individuare quelli che aderiscono meglio alle esigenze del cliente, ovvero i prodotti *best in class*.

Nell'ambito della metodologia *best in class*, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del Player 1 prevede differenti parametri utilizzati per le comparazioni di:

- organismi di investimento collettivo del risparmio, o OICR;
- prodotti di investimento assicurativi;
- prestiti obbligazionari;
- *investment certificates*.

Nei paragrafi successivi verranno analizzati i parametri utilizzati dal *Player 1* per le comparazioni finalizzate ad individuare i prodotti *best in class* per ciascuna delle categorie di prodotti appena elencate.

3.2.4. I parametri di comparazione della metodologia best in class: OICR

Con riferimento ai parametri utilizzati ai fini della comparazione di OICR, il modello analizzato prevede la suddivisione dei fondi presenti nel catalogo dei prodotti offerti ai clienti dal *Player* 1 in classi omogenee per caratteristiche, le quali vengono a loro volta organizzate sulla base di criteri come il rischio di cambio e le modalità di distribuzione dei proventi relativi ai fondi sopra citati. I fondi vengono associati univocamente alle classi omogenee appena menzionate sfruttando la classificazione Morningstar (corretta eventualmente dalla SGR che suddivide i fondi in classi), che prevede tre livelli di dettaglio (ad esempio, Azionario – Azionario Europa – Azionario Italia). Nell'ambito di ognuna delle categorie di equivalenza selezionate tra quelle più adeguate ai bisogni dei

clienti, il modello di Valutazione di Adeguatezza del Player 1 prevede che i prodotti che esse contengono vengano associati a un indicatore sintetico (score). Quest'ultimo permette di individuare i prodotti *best in class* dal punto di vista del rischio e del rendimento e viene espresso sulla base di quattro variabili:

- giudizio quantitativo finanziario;
- giudizio qualitativo finanziario;
- giudizio info-formativo;
- componente costi.

Al fine di elaborare un giudizio quantitativo finanziario, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 sfrutta un modello quantitativo a carattere statistico che individua i fondi che presentano uno *Sharpe ratio* ad un anno più elevato. Nel modello utilizzato, oltre a quest'ultimo, vengono utilizzati anche altri indicatori di rendimento, rischio ed efficienza su diversi orizzonti temporali (ad esempio *Total Return*, *Semi standard Deviation*, *Drawdown*).

Il giudizio qualitativo finanziario rappresenta invece il risultato di un'analisi finalizzata ad individuare la consistenza nel tempo dei rendimenti generati da un fondo ed altre caratteristiche di carattere qualitativo possedute da quest'ultimo. In particolare, esso presenta una componente finanziaria ed una ESG. La prima prevede l'espressione di un giudizio numerico con una scala da 1 a 10 da parte degli analisti responsabili dell'applicazione della metodologia *best in class*, a cui essi accompagnano anche un giudizio qualitativo finanziario riassuntivo. Come riportato dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, gli aspetti del fondo analizzato su cui vengono espressi i sopra descritti giudizi numerici riguardano:

- filosofia di investimento;
- processo di investimento;
- team di investimento;
- *risk management*;
- tecniche di costruzione di portafoglio;
- strategia utilizzata dal fondo.

In secondo luogo, al fine di ottenere un giudizio qualitativo ESG, la metodologia *best in class* elaborata dal *Player* 1 prevede che la componente ESG del fondo venga analizzata invece sotto il punto di vista della tipologia di team e di analisi da esso utilizzati in ambito di sostenibilità, oltre che rispetto ad altri parametri concernenti le caratteristiche ESG del

fondo.

Sulla base degli *score* ottenuti dal Player 1 grazie all'elaborazione del giudizio qualitativo finanziario (G.Q.F.) e del giudizio qualitativo ESG (G.Q.E.), il suo Modello di Valutazione di Adeguatezza prevede un indicatore sintetico che tenga conto di entrambi gli aspetti. In particolare, questo indicatore è una media ponderata dei due differenti tipi di giudizi qualitativi espressi dal *Player* 1, che risulta costruita in maniera differente a seconda che l'indicatore sintetico venga applicato ad asset class di terzo livello con caratteristiche ESG (Formula 3.2) o ad asset class di terzo livello (Formula 3.3).

$$\boldsymbol{Giudizio\ Qualitativo = 33\%\ G.Q.F. + 67\%\ G.Q.E.} \quad (3.2)$$

$$\boldsymbol{Giudizio\ Qualitativo = 80\%\ G.Q.F. + 20\%\ G.Q.E.} \quad (3.3)$$

Oltre al giudizio quantitativo finanziario e qualitativo finanziario, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che, nell'ambito della procedura *best in class*, tali giudizi vengano seguiti dall'elaborazione di quello info-formativo, che riguarda la qualità, i servizi e la relazione dell'intermediario con le società di *asset management* dei prodotti del suo catalogo. In particolare, tale giudizio è uno score numerico su scala da 1 a 10 che viene formulato con cadenza almeno annuale dalla SGR compresa nel perimetro dell'agglomerato finanziario a cui appartiene *Player* 1. Tale score rappresenta un giudizio sulla qualità delle attività formative, del materiale informativo e dei servizi offerti da parte dei *manufacturer* dei fondi offerti in catalogo dal *Player* 1.

Infine, il Modello di Valutazione di Adeguatezza approvato dal *Player* 1 prevede la formulazione di un giudizio sulla componente costi relativa ai fondi offerti nel proprio catalogo al fine di individuare il prodotto OICR *best in class*. Questa componente viene valutata assegnando un punteggio da 1 a 5, dove quello più elevato è associato alle *asset class* di secondo livello che presentano commissioni di gestione minori. In particolare, queste ultime vengono espresse in termini di TER (*Total Expenses Ratio*), che è il rapporto tra il totale degli oneri a carico del fondo e il patrimonio medio dello stesso (Morningstar).

Una volta elaborati i giudizi quantitativo finanziario, qualitativo, info-formativo e sulla componente costi, il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal Player 1 prevede che venga calcolato un *Rating best in class*, in grado di individuare quali siano

effettivamente gli strumenti finanziari migliori da raccomandare ai clienti per ogni classe di prodotti equivalenti. In particolare, tale *rating* finale è pari alla somma pesata dei giudizi sopra citati, come riportato nella Formula 3.4.

$$\boldsymbol{Rating = 40\%\ Quantitativo + 25\%\ Qualitativo + 15\%\ Asset\ Manager + 20\%\ Costi} \quad (3.4)$$

Sulla base del modello di calcolo del *Rating best in class* complessivo, il Modello di Valutazione di Adeguatezza analizzato prevede che vengano considerati come *best in class* tutti i prodotti finanziari che rappresentano quote di OICR con un punteggio di *rating* maggiore o uguale a 2,5. Questa previsione permette, perciò, di individuare quali siano gli OICR *best in class* per ciascuna categoria di prodotti equivalenti e, allo stesso tempo, di identificare i fondi che possono essere raccomandati nell'ambito della consulenza a patto che il cliente non investa in essi una quota maggiore del 20% del controvalore del proprio portafoglio, ovvero quelli non considerabili *best in class*.

3.2.5. I parametri di comparazione della metodologia best in class: prodotti di investimento assicurativi

Il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1 evidenzia che la metodologia *best in class* per i prodotti di investimento assicurativi è composta da due fasi:

1. una comparazione tra prodotti di investimento assicurativo distribuiti dalle banche del gruppo a cui appartiene il *Player* 1;
2. una comparazione tra i prodotti di investimento assicurativo ed altri prodotti finanziari.

Con riferimento alla prima fase, i prodotti oggetto della comparazione vengono suddivisi tra quelli che sono sottoscrivibili da enti e quelli che lo sono dalle persone fisiche. In seguito, i prodotti contenuti in ognuna di queste due categorie vengono a loro volta classificati sulla base del ramo assicurativo a cui appartengono. All'interno di ciascuna di queste classificazioni, si individuano delle micro-categorie in base al profilo di rischio dei prodotti che contengono (Basso, Medio-Basso, Medio-Alto, Alto): per ognuno di questi ultimi il *Player* 1 deve calcolare uno *score*, che si basa per il 50% su variabili quantitative e per il 50% su variabili qualitative. Tale punteggio ha lo scopo di stilare un *ranking* dei

prodotti assicurativi che popolano ognuna delle sopra citate micro-categorie.

Le variabili di carattere quantitativo considerate dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del Player 1 vengono valutate sulla base di una media ponderata, i cui pesi vengono riportate in questa analisi rispetto al *ranking* complessivo, che è composto sia dall'impatto delle variabili quantitative che da quello delle variabili qualitative. In particolare, la media ponderata sopra citata è composta dalle variabili:

- costi di ingresso dei prodotti, che presenta un peso del 20% rispetto al *ranking* complessivo, ovvero il costo massimo percentuale sostenibile dal cliente in fase di acquisto del prodotto, definito sulla base del valore di investimento che viene ipotizzato dal *Key Information Document* del prodotto assicurativo considerato;
- impatto dei costi sul rendimento ad un anno, con un peso del 10% sul *ranking* complessivo. Questa variabile viene calcolata sulla base del valore massimo del *Reduction In Yield* (RIY) ad un anno, generalmente riportato nel KID.
- Penali di uscita anticipata, con un peso del 15% sul *ranking* complessivo. Esse rappresentano il costo atteso di uscita per il cliente, espresso in percentuale.

Considerando invece le variabili qualitative, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che vengano valutate anch'esse nell'ambito della media ponderata che compone il *ranking* complessivo dei prodotti di investimento assicurativi contenuti nelle singole micro-categorie, con un peso totale del 50%. Di seguito vengono riportate le variabili qualitative considerate, seguite dal peso che presentano rispetto al *ranking* complessivo:

- *user experience*, con un peso del 15% sul *ranking* complessivo. Essa viene calcolata sulla base dei canali di accesso ai prodotti, come il sito internet e l'area riservata per il cliente (peso 50%) e della velocità e semplicità nel reperimento delle informazioni (peso 50%);
- assistenza post-vendita, con un peso del 20% sul *ranking* complessivo. Essa è calcolata sulla base delle valutazioni del numero di reclami (peso 25%), degli orari del *contact center* riportati nel sito del *manufacturer* (peso 25%), della presenza di canali di assistenza alternativi al *contact center* (peso 25%) e, infine, dell'esistenza di pagine web per la segnalazione di anomalie (peso 25%);
- moduli informativi, con un peso del 15% sul *ranking* complessivo. Questa variabile è calcolata sulla base di valutazioni qualitative relative al materiale pubblicitario emesso al lancio del prodotto (peso 33%), ai documenti per la

clientela disponibili sul sito internet del *manufacturer* (peso 33%) e, infine, ai video e contenuti informativi per il cliente (peso 33%).

Come previsto dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, per ognuno dei prodotti contenuti nelle micro-categorie viene calcolato il valore dello *score* derivante dalla valutazione delle variabili qualitative e quantitative appena analizzate. Una volta ottenuto tale valore, viene stilato un *ranking* per ciascuna micro-categoria di prodotti di investimento assicurativi, al fine di selezionare i cinque strumenti con il punteggio più alto, ovvero quelli *best in class*.

I prodotti *best in class* individuati nell'ambito della prima fase della valutazione di equivalenza tra prodotti, devono poi essere valutati nell'ambito della seconda di quest'ultima. Essa consiste nella comparazione tra i prodotti di investimento assicurativi *best in class* e i prodotti finanziari che vengono proposti dal *Player* 1 nell'ambito del servizio di consulenza, come quote di OICR, prestiti obbligazionari e *investment certificates*. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che questi prodotti vengano selezionati tenendo in considerazione complessità e costi ad essi riconducibili.

Secondo quanto riportato dal modello analizzato, i prodotti di investimento assicurativi sono suddivisibili in due principali segmenti sotto il punto di vista della complessità, i quali vengono comparati con prodotti facenti parte del perimetro della consulenza confrontabili sotto lo stesso punto di vista:

- i prodotti assicurativi di Ramo I e V, ovvero rispettivamente le assicurazioni sulla durata della vita umana e le operazioni di capitalizzazione (Covip), vengono comparati sotto il punto di vista della complessità a OICR *best in class* obbligazionari governativi e a prestiti obbligazionari in collocamento presso il *Player* 1 e le banche del suo gruppo;
- i prodotti assicurativi di Ramo III, ovvero assicurazioni sulla vita connesse con fondi di investimento o indici (Covip), e Multiramo. Questi prodotti sono comparabili a OICR *best in class* azionari globali e *investment certificates* in sub-collocamento presso il *Player* 1.

Oltre alla comparazione del grado di complessità dei prodotti di investimento assicurativi con quello degli altri prodotti facenti parte del perimetro della consulenza, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede anche che, nel corso della seconda fase della metodologia *best in class* per i prodotti assicurativi, i costi di questi ultimi vengano comparati con quelli degli altri prodotti proposti nell'ambito della consulenza. In

particolare, le voci di costo che vengono comparate sono le spese una tantum, le spese correnti, le spese per i servizi accessori e i costi accessori.

Attraverso l'applicazione della metodologia *best in class* appena analizzata, il consulente è in grado di fornire alla clientela una raccomandazione che abbia ad oggetto i migliori prodotti di investimento assicurativi. Inoltre, grazie alla verifica di equivalenza di questi ultimi è possibile anche avere una comparazione delle loro caratteristiche con quelle degli altri prodotti del perimetro della consulenza che si possano considerare simili sotto il punto di vista della complessità e dei costi, al fine di permettere al cliente di individuare la miglior scelta di investimento tra quelle possibili.

3.2.6. I parametri di comparazione della metodologia best in class: prestiti obbligazionari

Il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1 prevede che la metodologia *best in class* venga applicata anche ai prestiti obbligazionari contenuti nel catalogo dei prodotti di investimento che possono essere offerti dal *Player* 1 nell'ambito del servizio di consulenza. In particolare, nell'ambito del processo di valutazione di equivalenza, tale tipologia di prodotti viene suddivisa preliminarmente in due categorie: prestiti obbligazionari *senior* e prestiti obbligazionari subordinati. Per ognuna di esse, il *Player* 1 effettua delle classificazioni ulteriori, che riguardano per ciascun prodotto:

- il rischio emittente/controparte, che può assumere valori da 1 a 7 e che comporta la suddivisione dei prestiti obbligazionari in quattro classi;
- il rischio di liquidità, che può assumere valori da 1 a 3. Questi valori si riferiscono rispettivamente alle classi degli Strumenti finanziari liquidi, degli Strumenti finanziari illiquidi e degli Strumenti finanziari parzialmente liquidi;
- la durata, per la quale i prestiti obbligazionari vengono suddivisi in tre classi. In particolare, queste sono: Durata inferiore ai 3 anni, Durata compresa tra 3 e 5 anni, Durata superiore a 5 anni;
- la classe di complessità, che può assumere valori da 1 a 5.

Ognuna delle variabili appena considerate contribuisce alla suddivisione dei prodotti obbligazionari in classi di equivalenza. Essendo numerose le variabili rispetto alle quali vengono definite queste ultime, il *Player* 1 non ha la possibilità di comparare i prodotti che le popolano nel caso in cui non appartengano alla stessa categoria: ciò rimette al consulente il compito di raccomandare al cliente lo strumento finanziario più adatto

rispetto alle sue esigenze, ai suoi obiettivi di investimento e al suo profilo di rischio.

Nel caso in cui, invece, i prodotti obbligazionari oggetto di analisi appartengano alla stessa classe di equivalenza, allora il *Player* 1 deve calcolare uno *score* che permetta di confrontarli ed individuare i prodotti *best in class* dal punto di vista del profilo rischio-rendimento. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che lo *score* appena citato venga calcolato tramite un indicatore, il quale è influenzato da due variabili:

- rendimento atteso al netto dei costi del prodotto obbligazionario. Si tratta una variabile continua, perciò viene convertita in una che assume valori discreti da 1 a 7 (il valore 1 corrisponde alla classe di rendimento più bassa, il valore 7 invece a quella più alta);
- rischio di mercato del prodotto obbligazionario, che assume valori da 1 a 7.

Essendo entrambe le variabili espresse in scala da 1 a 7, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 evidenzia come anche lo *score* ottenuto venga espresso utilizzando le stesse modalità. Quest'ultimo viene determinato a partire dal valore di una variabile Z, la quale viene espressa come una combinazione lineare delle variabili rendimento atteso (RA) e rischio di mercato (RM), con coefficienti rispettivamente P_{RA} e P_{RM}, come riportato nella Formula 3.4. Questi ultimi hanno la funzione di influenzare la sensibilità dell'indicatore rispetto alle due variabili. Nel Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, però, entrambi i coefficienti assumono valore pari ad 1, di conseguenza la variabile Z può assumere il valore minimo di -6 e massimo di 6.

$$\boldsymbol{Z = -P_{RA} \cdot RA + P_{RM} \cdot RM} \qquad (3.4)$$

La formula evidenzia che valori dello *score* pari a 7 corrispondono ai prodotti obbligazionari del catalogo offerto dal *Player* 1 con il peggior profilo rischio-rendimento (corrispondono a valori peggiori di Z), mentre valori pari a 1 corrispondono a quelli migliori sotto quest'ultimo punto di vista (corrispondono a valori migliori di Z). Un esempio di applicazione della metodologia *best in class* ai prodotti obbligazionari è osservabile nella Tabella 8, dove è possibile osservare anche come viene calcolato lo *score* dei prodotti analizzati, i quali appartengono alla stessa classe di equivalenza affinché siano confrontabili in base al punteggio che ricevono dal calcolo dello *score* appena citato.

Tabella 8. Calcolo dello *score* di prodotti obbligazionari equivalenti

ISIN	Asset Class	Sub Asset Class	Rischio emittente/ controparte	Rischio liquidità	Durata	Complessità	Categoria di equivalenza	Rischio mercato quantitativo	Rendimento atteso al netto dei costi	Score
xxx	Prestiti obbligazionari	Senior bond	3	parzialmente liquido	Compresa tra 3 e 5 anni	2	66	3	1,359	4
yyy	Prestiti obbligazionari	Senior bond	3	parzialmente liquido	Compresa tra 3 e 5 anni	2	66	3	0,8	5

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

3.2.7. I parametri di comparazione della metodologia best in class: investment certificates

Il Modello di Valutazione di Adeguatezza elaborato dal *Player* 1 prevede una metodologia *best in class* anche con riferimento agli *investment certificates* contenuti nel catalogo prodotti dell'intermediario. Tale metodologia prevede innanzitutto la suddivisione degli *investment certificates* in tre categorie: *investment certificates* a capitale condizionatamente protetto, capitale protetto 100%, capitale protetto tra l'85% ed il 100%. In seguito, i prodotti contenuti in ognuna delle tre categorie appena citate vengono classificati sulla base di alcune caratteristiche:

- il rischio emittente/controparte, che può assumere valori da 1 a 7 e che comporta la suddivisione degli *investment certificates* in quattro classi;
- il rischio di liquidità, che può assumere valori da 1 a 3. Questi valori si riferiscono rispettivamente alle classi degli Strumenti finanziari liquidi, degli Strumenti finanziari illiquidi e degli Strumenti finanziari parzialmente liquidi;
- la durata, per la quale gli *investment certificates* vengono suddivisi in tre classi. In particolare, queste sono: Durata inferiore ai 3 anni, Durata compresa tra 3 e 5 anni, Durata superiore a 5 anni;
- la classe di complessità, che può assumere valori da 1 a 5;
- il rischio di mercato quantitativo (SRI), che può assumere valori da 1 a 7.

Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che, dati i numerosi criteri appena citati per i quali è possibile suddividere gli *investment certificates* in classi di equivalenza, nel caso in cui essi non appartengano alla medesima categoria allora non è possibile stabilire quali siano i prodotti *best in class*, in quanto non confrontabili. Per questo motivo, in questi casi il consulente assume il compito di raccomandare al cliente il prodotto più adatto per le esigenze e gli obiettivi del cliente.

Nel caso in cui invece gli *investment certificates* appartengano alla stessa classe di equivalenza, allora essi risultano confrontabili e il Modello di Valutazione di

Adeguatezza analizzato prevede un modello di *scoring* che permette al *Player* 1 di creare un *ranking* dei prodotti offerti al cliente, al fine di individuare quelli *best in class*. L'appena citato modello di *scoring* si basa sul calcolo di un indicatore sintetico per ciascuno dei prodotti contenuti nelle categorie di equivalenza individuate per gli *investment certificates*, al fine di confrontare tra loro quelli appartenenti alla stessa classe. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che tale indicatore sintetico venga espresso in funzione di tre variabili:

- rendimento massimo a scadenza, riportato nel KID alla voce "periodo di detenzione consigliato-scenario favorevole". Essendo una variabile continua, essa viene convertita in una variabile discreta che può assumere valori da 1 a 10 (dove 1 corrisponde al rendimento peggiore e 10 a quello migliore). Questa variabile discreta e standardizzata assume il nome di "punteggio rendimento positivo";
- rendimento minimo a scadenza, riportato nel KID alla voce "periodo di detenzione consigliato-scenario di stress". Essendo una variabile continua, essa viene convertita in una variabile discreta che può assumere valori da 1 a 10 (dove 1 corrisponde al rendimento peggiore e 10 a quello migliore). Questa variabile discreta e standardizzata assume il nome di punteggio rendimento negativo;
- rischio di mercato quantitativo, individuabile nel KID e a cui viene assegnato un punteggio inversamente proporzionale al livello di SRI. In particolare, se quest'ultimo presentasse un punteggio di 7, allora il parametro assumerebbe un valore pari a 1 nel modello di *scoring*.

Attraverso la somma algebrica di queste tre variabili è possibile ottenere uno *score* per ognuno dei prodotti appartenenti ad una stessa classe di equivalenza e, di conseguenza, individuare per ognuna di esse i prodotti *best in class*. Secondo quanto riportato dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del Player 1, maggiore è lo *score* dell'*investment certificate*, migliore risulterà essere il suo profilo rischio-rendimento. Un esempio di calcolo dello scoring appena evidenziato è riportato nella Tabella 9, dove si può osservare anche la ripartizione in classi di equivalenza degli *investment certificates*.

Tabella 9. Calcolo dello *score* di *investment certificates* equivalenti

ISIN	Asset Class	Sub Asset Class	Rischio emittente/ controparte	Rischio liquidità	Durata	Complessità	Categoria di equivalenza	Rischio mercato quantitativo	Rendimento max a scadenza - scenario favorevole (da KID)	Rendimento minimo a scadenza - scenario di stress (da KID)	Punteggio rend positivo	Punteggio rend negativo	Punteggio rischio mercato quantitativo	Score
XXX	Investment Certificates	Capitale condizionatamente protetto	4	liquido	Compresa tra 3 e 5 anni	4	462	4	2,97	- 67,00	2	1	4	7
XXX	Investment Certificates	Capitale condizionatamente protetto	4	liquido	Compresa tra 3 e 5 anni	4	462	4	7	- 45,38	4	3	4	11

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Gli *investment certificates* rappresentano l'ultima tipologia di prodotti di investimento alla quale viene applicata la metodologia *best in class* nell'ambito del perimetro del servizio di consulenza offerto ai clienti del *Player* 1, che quindi viene condotta unicamente per prodotti come OICR, prodotti di investimento assicurativi, prestiti obbligazionari ed *investment certificates*, con lo scopo di raccomandare al cliente i migliori prodotti sotto il punto di vista rischio-rendimento tra quelli offerti nel catalogo del *Player* 1.

3.2.8. Verifica di costo-beneficio e raccomandazioni in switch

La valutazione di adeguatezza condotta dal *Player* 1 prevede anche la verifica costi-benefici delle raccomandazioni *in switch*, oltre ai singoli controlli di adeguatezza che insieme a quest'ultima e all'applicazione della metodologia *best in class* (verifica di equivalenza) compongono il Modello di Valutazione di Adeguatezza dell'intermediario. In particolare, quest'ultimo definisce le raccomandazioni *in switch* come operazioni che si verificano in un arco temporale di 5 giorni lavorativi e che consistono in una o più operazioni di vendita seguite da una o più operazioni di acquisto di strumenti finanziari nell'ambito di uno stesso dossier titoli, e quindi eseguite da uno stesso cliente.

La verifica di costo-beneficio prevista dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 e relativa alle raccomandazioni *in switch* rappresenta un passaggio fondamentale delle sostituzioni dei prodotti di investimento presenti nel portafoglio dei clienti, le quali vengono raccomandate a questi ultimi nell'ambito del servizio di consulenza. Infatti, questa verifica permette di individuare se i benefici per il portafoglio del cliente ottenuti grazie alla raccomandazione di sostituzione di prodotto superino i maggiori costi derivanti dall'operazione.

Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede che la verifica costo-beneficio relativa ad un'operazione *in switch* si componga di una serie di parametri, che vengono riportati nella Tabella 10. Con riferimento ad ognuno di questi parametri viene condotta una comparazione tra il portafoglio attuale del cliente (*AS-IS*) e quello successivo all'operazione *in switch* (*TO-BE*). Il risultato della comparazione comporta l'attribuzione al parametro di uno *score* positivo o negativo, il quale contribuisce alla formazione della valutazione complessiva della raccomandazione *in switch*, tramite una media ponderata. L'influenza su quest'ultima dei singoli parametri utilizzati nella valutazione costo-beneficio viene riportata nella Tabella 10.

Tabella 10. Valutazione costo-beneficio per le operazioni *in switch*

Indicatore	Contributo	Peso
Rischio di credito	Positivo / Negativo	10%
Active Risk	Positivo / Negativo	15%
Tempo minimo di detenzione	Positivo / Negativo	15%
Diversificazione	Positivo / Negativo	25%
Adeguatezza di portafoglio	Positivo	25%
Prodotti oggetto di Bail-in	Positivo / Negativo	10%

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

Per ognuna delle variabili considerate nella Tabella 10, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede un indicatore attraverso cui confrontare il portafoglio *AS-IS* e quello *TO-BE*. In particolare:

- il Rischio di credito è rappresentato dall'indicatore Aderenza Rischio di Credito (ARC), che evidenzia come si discosta il peso dei prodotti appartenenti alle classi di rischio del portafoglio reale rispetto a quello osservato nel portafoglio modello;
- l'Active Risk (AR) è calcolato come la deviazione standard dello scostamento tra i rendimenti del portafoglio effettivo e quelli del portafoglio modello;
- la Diversificazione di portafoglio è rappresentata dalla differenza tra i pesi delle *asset class* che compongono il portafoglio reale e quelli del portafoglio modello;
- la variabile relativa ai Prodotti oggetto di *bail-in* è calcolata come percentuale di prodotti detenuti dal cliente che sono potenzialmente oggetto di *bail-in*.

Secondo quanto previsto dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, ognuna delle appena elencate variabili influisce con un punteggio pari a +1 sullo score complessivo se il portafoglio *TO-BE* evidenzia un miglioramento rispetto a quello *AS-IS*, pari a 0 se tra i due portafogli non vi sono sostanziali variazioni e, infine, pari a -1 nel caso in cui si assista ad un peggioramento del portafoglio. Le variabili rimanenti presentano, invece, modalità differenti di contribuire alla valutazione costo-beneficio delle raccomandazioni *in switch* rispetto a quelle appena analizzate.

Innanzitutto, considerando il parametro del Tempo minimo di detenzione, il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 prevede un confronto tra il suo valore nel portafoglio *AS-IS* e in quello *TO-BE*. Sulla base della variazione del valore del Tempo minimo di detenzione del portafoglio dovuta alla raccomandazione *in switch*, espressa in funzione dell'orizzonte temporale del portafoglio e del profilo di rischio del cliente, viene assegnato un valore differente allo *score* legato a questa variabile (si veda, a tal proposito,

la Tabella 11). Ad esempio, nel caso in cui, in seguito ad un'operazione *in switch*, la variazione del Tempo minimo di detenzione di un portafoglio con orizzonte temporale di breve periodo risultasse in una maggiorazione temporale superiore all'anno e mezzo, allora lo *score* legato alla variabile analizzata sarebbe pari ad +1.

Tabella 11. Verifica di costo-beneficio – Tempo minimo di detenzione

ΔTMD per HP Lungo	Δ TMD per HP Medio Lungo	Δ TMD per HP Medio	Δ TMD per HP Breve	Valore Δ TMD normalizzato
[-15;-5]	[-10;-3,5]	[-5;-2,5]	[-3;-1,5]	-1
[-5;0]	[-3,5;0]	[-2,5;0]	[-1,5;0]	-0,5
0	0	0	0	0
[0;5]	[0;3,5]	[0;2,5]	[0;1,5]	0,5
[5;∞]	[3,5;∞]	[2,5;∞]	[1,5;∞]	1

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

L'ultimo parametro considerato dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1 nell'ambito della verifica costo-beneficio di un'operazione *in switch* è l'Adeguatezza del portafoglio. In particolare, vengono confrontate l'adeguatezza del portafoglio *AS-IS* e quella del portafoglio *TO-BE* (al netto della verifica costi-benefici), al fine di individuare eventuali modifiche migliorative. Il modello prevede che venga premiato unicamente il passaggio da un portafoglio *AS-IS* non adeguato ad uno *TO-BE* adeguato sotto il punto di vista di uno dei controlli di adeguatezza già analizzati nella sezione 3.2.2. Nello specifico, nel caso in cui il portafoglio *AS-IS* risultasse adeguato sotto uno degli aspetti riportati nella Tabella 12, allora riceverebbe un punteggio pari a 0. Al contrario, nel caso in cui il portafoglio *AS-IS* risultasse non adeguato rispetto ad uno dei parametri sopra citati, invece, l'indicatore relativo al parametro dell'Adeguatezza del portafoglio sarà pari alla somma dei punteggi assegnati a ciascun controllo di adeguatezza riportato nella Tabella 12. In particolare, per ciascuno di questi, viene assegnato uno *score* pari a:

- +0,1 se il portafoglio *TO-BE* risulta migliorativo rispetto a quello *AS-IS*;
- +0,165 se il portafoglio *TO-BE* risulta adeguato rispetto a quello *AS-IS*.

La somma di tutti i punteggi relativi ai confronti di adeguatezza tra il portafoglio *AS-IS* e quello *TO-BE* rappresenta lo *score* della variabile relativa all'Adeguatezza di portafoglio, il quale può assumere un valore minimo di 0 e massimo di 1.

Come previsto dal Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 1, la media ponderata dei contributi delle variabili riportate nella Tabella 10 compone l'indicatore

sintetico che permette di valutare le operazioni *in switch* eseguite a favore di un cliente. Queste ultime vengono considerate adeguate unicamente se la media ponderata dei contributi delle singole variabili alla valutazione dell'operazione restituisce un risultato positivo.

Tabella 12. Verifica di costo-beneficio – Adeguatezza

Rischio/Esito verifica portafoglio TO-BE	Adeguato	Migliorativo	Non peggiorativo
Complessità	0,165	0,1	0
Rischio credito	0,165	0,1	0
Rischio mercato	0,165	0,1	0
Tempo minimo di detenzione	0,165	0,1	0
Concentrazione	0,165	0,1	0
Best in class	0,175	0,1	0

Fonte: *Player* 1 (2025), Modello di Valutazione di Adeguatezza

3.3. Il Modello di Valutazione di Adeguatezza del *Player* 2

Nel presente paragrafo viene descritto il modello di valutazione di adeguatezza di un altro intermediario bancario operante nel territorio italiano, il quale rappresenta una realtà emergente ed in forte crescita (d'ora in poi chiamato "*Player* 2"). La politica di adeguatezza analizzata è stata approvata nel mese di gennaio del 2025 e racchiude politiche aderenti rispetto a quanto previsto dalla Direttiva MiFID II in tema di valutazione di adeguatezza. Inoltre, la politica di adeguatezza analizzata rispecchia anche quanto richiesto dalle aspettative di vigilanza di Consob ed ESMA, le quali conducono gli intermediari finanziari a introdurre nelle proprie *policy* alcuni elementi che potrebbero essere introdotti dal legislatore europeo alla conclusione dell'iter legislativo della Retail Investment Strategy.

Gli aspetti del modello di valutazione di adeguatezza che vengono valutati nel presente paragrafo riguardano i principi sui quali quest'ultimo si basa, i controlli di adeguatezza che esso prevede e l'individuazione dei prodotti *best of*, ovvero quegli strumenti che risultano i migliori nel catalogo di offerta dell'intermediario e che vengono quindi raccomandati al cliente nell'ambito del servizio di consulenza.

3.3.1. La valutazione ed i controlli di adeguatezza

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che quest'ultimo debba adottare un

approccio di tipo multivariato al fine di condurre la valutazione di adeguatezza di un'operazione eseguita nell'ambito del servizio di consulenza. Questo approccio prevede il confronto tra differenti indicatori di portafoglio o di prodotto e le caratteristiche del cliente, le quali vengono espresse da quest'ultimo ed acquisite dall'intermediario attraverso il questionario MiFID. Tramite le informazioni raccolte attraverso quest'ultimo, il *Player* 2 elabora un budget di rischio legato al profilo ed al portafoglio modello del cliente.

L'approccio seguito dal *Player* 2 nell'ambito della propria Politica di Adeguatezza prevede che le raccomandazioni fornite ai clienti nell'ambito della consulenza per gli investimenti debbano seguire il principio dell'adeguatezza migliorativa, per il quale occorre che il portafoglio del cliente post consulenza risulti migliore rispetto a quello ante consulenza sia in termini assoluti che in termini di velocità con cui si vuole farlo tornare adeguato. Questo significa che il *Player* 2 non considera solo l'adeguatezza del portafoglio post consulenza, ma anche la singola condizione migliorativa del portafoglio.

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che la verifica di adeguatezza che quest'ultimo deve eseguire sulle operazioni effettuate a favore del cliente nell'ambito del servizio di consulenza si componga di sei livelli di controlli, i quali devono fornire tutti un esito positivo al fine di poter considerare il portafoglio post consulenza adeguato. Tali controlli riguardano:

- la complessità del portafoglio;
- la coerenza tra il profilo di rischio del cliente e il rischio di mercato del suo portafoglio;
- la coerenza tra il profilo di rischio del cliente e il rischio di credito del suo portafoglio;
- la coerenza tra l'obiettivo temporale del cliente e il tempo minimo di detenzione degli strumenti in portafoglio;
- la concentrazione del portafoglio per ente emittente;
- le preferenze di sostenibilità.

Con riferimento al controllo sulla complessità di portafoglio, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede un confronto tra le informazioni fornite dal cliente nel questionario MiFID e la complessità dei prodotti che compongono il suo portafoglio. Il controllo si applica unicamente ai clienti al dettaglio (e non a quelli professionali) e prevede innanzitutto la suddivisione dei prodotti finanziari contenuti nel catalogo

dell'intermediario in tre classi di complessità: Strumenti a complessità molto elevata (*Black list*), Strumenti a complessità elevata (*Grey list*), Strumenti non complessi (Classe NL). Mentre i prodotti della *Black list* sono considerati sempre non adeguati e quelli della Classe NL sempre adeguati, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede invece soglie di adeguatezza specifiche per i prodotti appartenenti alla classe di strumenti a complessità elevata (*Grey list*). Affinché il portafoglio post consulenza sia adeguato, questi ultimi possono essere presenti al suo interno solo entro una certa percentuale di concentrazione massima (Tabella 13), espressa in funzione del profilo di rischio e dell'esperienza e conoscenza del cliente. In alternativa, ai fini dell'adeguatezza, il portafoglio raccomandato deve prevedere una situazione migliorata rispetto a quello ante consulenza (principio dell'adeguatezza migliorativa).

Tabella 13. Controllo di adeguatezza - Complessità del portafoglio

PRODOTTI COMPLESSI (grey list)		PROFILO DI RISCHIO CLIENTE				
		Basso	Medio Basso	Medio	Medio Alto	Alto
ESPERIENZA E CONOSCENZA CLIENTE	Basso	10%	10%	15%	15%	20%
	Medio Basso	15%	15%	20%	20%	25%
	Medio	20%	20%	25%	25%	30%
	Medio Alto	25%	25%	30%	35%	40%
	Alto	30%	35%	40%	45%	50%

Fonte: *Player* 2 (2025), Politica di Adeguatezza

Il secondo controllo previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2 è quello riguardante la coerenza tra il profilo di rischio del cliente e il rischio di mercato del suo portafoglio. Quest'ultimo viene definito dalla *policy* analizzata come una stima aggiornata su base giornaliera delle perdite che il portafoglio subirebbe entro una settimana in scenari estremi, calcolate individuando la perdita media subita nell'1% dei casi peggiori. Il rischio di mercato di portafoglio così calcolato viene confrontato col profilo di rischio del cliente, che viene suddiviso in 5 diversi livelli, ai quali corrispondono altrettante soglie massime di rischio di mercato sostenibile. Queste ultime vengono definite annualmente analizzando l'andamento dei mercati e l'impatto sui portafogli dei clienti delle variazioni del rischio avvenute.

Secondo quanto previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2, il controllo di coerenza tra il profilo di rischio del cliente e il rischio di mercato di portafoglio viene considerato superato se il rischio del portafoglio post consulenza non supera la soglia di

rischio di mercato massimo sostenibile dal cliente sulla base del suo profilo di rischio. Se questa condizione non è verificata, allora il *Player* 2 deve verificare l'adeguatezza migliorativa, per la quale il controllo di adeguatezza dell'operazione svolta nell'ambito della consulenza è superato se, allo stesso tempo:

- il rischio di mercato del portafoglio post consulenza del cliente è inferiore o uguale al rischio di mercato del portafoglio ante consulenza;
- l'operazione raccomandata è adeguata rispetto alla soglia di rischio di mercato coerente col profilo di rischio del cliente.

Un ulteriore controllo di adeguatezza previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2 è quello riguardante la coerenza tra il profilo di rischio del cliente ed il rischio di credito del suo portafoglio. Quest'ultimo viene stimato attraverso la *TotalLoss% 1 year*, ovvero la somma delle perdite attese e di quelle inattese a 1 anno sui titoli del portafoglio del cliente, aggiornata su base giornaliera in funzione delle condizioni del mercato di riferimento. Utilizzando una logica simile a quella utilizzata per il controllo di adeguatezza riguardante il rischio di mercato, il rischio di credito del portafoglio del cliente viene confrontato con il suo profilo di rischio, il quale è suddiviso in 5 livelli, ognuno dei quali corrisponde ad una soglia massima di rischio di credito di portafoglio.

Secondo quanto previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2, il controllo di coerenza tra il profilo di rischio del cliente e il rischio di credito del suo portafoglio è superato se, a seguito di un'operazione eseguita a favore del cliente nell'ambito del servizio di consulenza, il portafoglio post consulenza presenta un rischio di credito che non supera la soglia di riferimento associata al profilo di rischio del cliente. Se questa soglia non è rispettata, allora il *Player* 2 ritiene comunque superata la verifica di adeguatezza secondo il principio di adeguatezza migliorativa se:

- il rischio di credito del portafoglio post consulenza del cliente è inferiore o uguale al rischio di credito del portafoglio ante consulenza;
- l'operazione raccomandata è adeguata rispetto alla soglia di rischio di credito coerente col profilo di rischio del cliente.

Un ulteriore controllo di adeguatezza previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2 è quello che verifica la coerenza tra l'obiettivo temporale di investimento del cliente e il tempo minimo di detenzione degli strumenti del suo portafoglio. Quest'ultimo rappresenta il tempo necessario al cliente per ammortizzare i costi sostenuti in fase di acquisto, gestione e vendita degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio: esso viene

calcolato sulla base del parametro definito "costo sostenibile annuo", il quale è identico per tutti i tipi di strumenti finanziari. La variabile del "tempo minimo di detenzione" (TMD) può essere aggiornata nel tempo in modo da tenere conto dell'intervallo temporale trascorso dall'acquisto degli strumenti finanziari presenti nel portafoglio del cliente: a tal fine viene introdotta la variabile "tempo residuo di detenzione" (TRD).

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che le informazioni fornite dal cliente sul proprio orizzonte temporale di investimento nell'ambito del questionario MiFID vengano confrontate con il TMD e il TMR degli strumenti finanziari contenuti nel suo portafoglio post consulenza: in particolare, questi ultimi vengono suddivisi in *bucket* temporali, per ognuno dei quali vengono stabilite le modalità con cui il portafoglio post consulenza del cliente deve essere suddiviso rispetto alle risposte da esso fornito nel questionario MiFID. Se la suddivisione di tale portafoglio rispetta le modalità stabilite dalla policy del Player 2, l'operazione svolta nell'ambito del servizio di consulenza fornito dall'intermediario si considera adeguata. Nella Tabella 14 vengono riportate nel dettaglio le soglie di adeguatezza appena descritte.

Tabella 14. Controllo di adeguatezza - Tempo minimo di detenzione

Qual è l'orizzonte temporale entro il quale si collocano i suoi obiettivi di investimento?	***% di ripartizione per bucket***		
	B	***M***	***L***
❑ *Prevalentemente di breve periodo (fra 0 e 3 anni), […]*	50%	30%	20%
❑ *Prevalentemente di medio periodo (fra 3 e 5 anni), […]*	10%	60%	30%
❑ *Prevalentemente di lungo periodo (maggiore di 5 anni)*	0%	0%	100%

Fonte: *Player* 2 (2025), Politica di Adeguatezza

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede, oltre ai controlli già analizzati, una verifica riguardante il grado di concentrazione per ente emittente del portafoglio dei clienti a seguito di un'operazione eseguita nell'ambito del servizio di consulenza. In particolare, tale controllo verifica la coerenza tra l'esposizione del cliente nei confronti di prodotti finanziari emessi da uno stesso emittente e il suo profilo di rischio. Infatti, per ogni tipo di profilo di rischio del cliente, acquisito tramite il questionario MiFID, il *Player* 2 individua la soglia massima di concentrazione per tipologia di ente emittente affinché il portafoglio di un cliente possa considerarsi adeguato. In particolare, la Tabella 15 evidenzia le soglie appena citate: un portafoglio post consulenza si considera adeguato nel caso in cui gli strumenti finanziari che contiene non superino in termini di peso le

soglie indicate, in funzione del profilo di rischio del cliente. Al contrario, se quest'ultima condizione non è verificata, un'operazione svolta nell'ambito del servizio di consulenza si considera ugualmente adeguata nel caso in cui il portafoglio post consulenza risulti meno concentrato rispetto a quello ante consulenza.

Tabella 15. Controllo di adeguatezza - Concentrazione di portafoglio

SOGLIE MASSIME		SOGLIA MASSIMA PER TIPOLOGIA DI ENTE EMITTENTE	
		Generico	Emittenti Sovrannazionali e titoli di stato
PROFILO DI RISCHIO CLIENTE	Basso	15%	60%
	Medio Basso	15%	60%
	Medio	20%	65%
	Medio Alto	25%	70%
	Alto	30%	75%

Fonte: *Player* 2 (2025), Politica di Adeguatezza

L'ultimo controllo preso in considerazione dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2 è quello riguardante le preferenze di sostenibilità fornite dal cliente nel questionario MiFID e della loro coerenza con le caratteristiche del suo portafoglio. Il modello utilizzato dal *Player* 2 prevede innanzitutto che il cliente fornisca all'interno del questionario informazioni sul proprio interesse o meno in materia di sostenibilità, indicando se:

- intende avere un'esposizione di portafoglio minima, contenuta o elevata in prodotti sostenibili (*Sustainability eligible*);
- intende avere un'esposizione di portafoglio minima, contenuta o elevata in prodotti ecosostenibili (*Taxonomy eligible*);
- intende investire in strumenti che prendono in considerazione i principali impatti negativi in ambito ESG (*PAI eligible*);
- esprime una soglia di portafoglio da destinare a prodotti *ESG eligible*.

Oltre alle preferenze del cliente, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che anche i prodotti presenti nel suo portafoglio vengano suddivisi sulla base di una classificazione simile. In particolare:

- un prodotto è considerato *S-Eligible* (*Sustainability eligible*) se l'indicatore sintetico di sostenibilità ad esso collegato è superiore alla soglia minima di adeguatezza del cliente;
- un prodotto è considerato *T-Eligible* (*Taxonomy eligible*) se l'indicatore di

aderenza alla *Taxonomy* ad esso collegato è superiore alla soglia minima di adeguatezza del cliente;

- un prodotto è considerato *P-Eligible* (*PAI eligible*) se considera categorie di impatti negativi in ambito ESG di interesse del cliente.

Se per un prodotto è verificata almeno una di queste condizioni, allora è considerato *ESG eligible*, status per il quale viene incluso tra i prodotti ESG del portafoglio di un cliente.

Secondo quanto previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2, le preferenze espresse dal cliente vengono confrontate con la conformazione del suo portafoglio post consulenza, ovvero quel portafoglio che comprende gli esiti dell'operazione per la quale viene eseguita la verifica di adeguatezza da parte dell'intermediario. Il portafoglio post consulenza risulta adeguato se presenta una quota di prodotti classificati come *ESG eligible* che risulti coerente con quanto riportato dal cliente in fase di profilatura. In caso contrario, il portafoglio viene considerato non aderente a meno che non superi l'analisi di transizione, per la quale il portafoglio viene considerato adeguato sotto il punto di vista ESG se, in seguito alle raccomandazioni fornite in fase di consulenza al cliente, esso risulta migliore rispetto ad un portafoglio ante consulenza non aderente. Nel caso in cui, a seguito dell'analisi di transizione, il portafoglio risulti ancora non aderente, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che il controllo di adeguatezza riguardante le preferenze di sostenibilità non rappresenti un elemento bloccante dell'operazione svolta a favore del cliente nell'ambito del servizio di consulenza: quindi, la non aderenza del portafoglio post consulenza rispetto alle preferenze di sostenibilità della clientela viene semplicemente comunicata a quest'ultima, senza che rappresenti un fattore che impedisce l'operazione.

Oltre ai controlli di adeguatezza analizzati nel presente paragrafo, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede l'applicazione della metodologia *best of* e dell'analisi costi-benefici per le operazioni *in switch* (come avviene per il *Player* 1), che verranno descritte nei sottoparagrafi successivi.

3.3.2. La metodologia best of

A fronte di quanto previsto dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2, la metodologia *best of* applicata da quest'ultimo prevede un meccanismo simile a quello osservato per il processo di individuazione dei prodotti *best in class* implementato dal *Player* 1. In particolare, la metodologia *best of* si basa sulla suddivisione dei prodotti finanziari

appartenenti al catalogo di offerta della banca in *cluster* (classi omogenee per tipologia di strumento finanziario, area geografica e settore di investimento di appartenenza). Per ognuna delle classi omogenee appena definite vengono individuati i cinque migliori prodotti di categoria sulla base di quanto stabilito dall'Indicatore Sintetico di Qualità, che evidenzia la qualità dei prodotti raccomandati nell'ambito della consulenza su iniziativa della banca e permette di selezionare ed inserire nell'universo investibile i primi cinque strumenti per ogni categoria in cui vengono suddivisi. Questi ultimi rappresentano i prodotti *best of*: secondo la Politica di Adeguatezza del *Player* 2, essi sono gli unici strumenti finanziari che possono essere raccomandati su iniziativa della banca nell'ambito del servizio di consulenza, in quanto quest'ultima non può proporre in questa circostanza prodotti che non siano considerati *best of* di categoria.

L'indicatore Sintetico di Qualità coinvolto nella metodologia *best of* viene definito in modo specifico attraverso le modalità descritte dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2. Infatti, quest'ultima prevede che esso assuma un valore da 2 a 25 e venga determinato sommando i seguenti indicatori, calcolati con cadenza almeno trimestrale:

- Indicatore Sintetico Di Costo;
- Indicatore Sintetico Di Rendimento;
- Indicatore Sintetico Di Rischio;
- Indicatore Sintetico Di Merito.

Innanzitutto, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che l'Indicatore Sintetico di Costo misuri l'efficienza di un prodotto finanziario in relazione ai costi e agli oneri a carico dell'investitore. In particolare, tale indicatore assume un valore con una scala da 1 a 5 (dove 5 rappresenta il minor costo), il quale viene assegnato ad ogni prodotto finanziario del catalogo del *Player* 2 sulla base del risultato ottenuto eseguendo la somma dei suoi costi caratteristici (di ingresso o ricorrenti) e di quelli una tantum (suddivisi su base annua per tutto l'orizzonte temporale di investimento del prodotto). Nella Tabella 16 vengono riportati i costi caratteristici che concorrono alla formazione dell'Indicatore Sintetico di Costo, suddivisi per tipologia di prodotto finanziario. La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 specifica che per gli strumenti non presenti nella Tabella 16 vengono valutati di volta in volta i costi che li caratterizzano, mentre per i prodotti che presentano un'indisponibilità di dati il *Player* 2 assegna al relativo Indicatore Sintetico di Costo un valore di 1, al fine di mantenere un approccio cauto.

Tabella 16. Costi caratteristici per tipologia di prodotto finanziario

Prodotto finanziario	Costi di ingresso	Costi ricorrenti
Strumenti azionari	x	
Strumenti obbligazionari	x	
Certificates/covered warrant	x	x
ETF	x	x
ETC	x	x
OICR		x
Fondi immobiliari	x	
Linee di gestione di portafogli		x

Fonte: *Player* 2 (2025), Politica di Adeguatezza

Oltre all'Indicatore Sintetico di Costo, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 individua anche le modalità di calcolo dell'Indicatore Sintetico di Rendimento, il quale misura l'efficienza di un prodotto finanziario rispetto ai risultati che può permettere all'investitore di conseguire. Esso viene calcolato al lordo delle commissioni su esso gravanti e riportato in una scala da 1 a 5, dove 5 rappresenta il valore migliore. Questa scala viene costruita sulla base del valore di variabili differenti a seconda dello strumento finanziario considerato:

- per gli strumenti azionari, gli OICR, gli ETF, gli ETC, i fondi immobiliari e le linee di gestione viene utilizzata la media ponderata del *Total Return* a 1 anno, 3 anni e 5 anni (annualizzati);
- per i *certificates* viene utilizzata la media ponderata del *Total Return* del sottostante a 1 anno, 3 anni e 5 anni (annualizzati);
- per gli strumenti obbligazionari viene considerato il rendimento alla scadenza.

Occorre specificare che nel caso in cui i dati relativi alle variabili appena citate non siano disponibili per un determinato prodotto, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che venga assegnato un valore di 1 all'indicatore, adottando un approccio basato sulla cautela.

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 evidenzia, inoltre, anche le modalità di calcolo dell'Indicatore Sintetico di Rischio, il quale ha lo scopo di misurare l'efficienza dei prodotti finanziari rispetto al rischio dell'investitore di subire perdite. Esso viene calcolato da un *provider* esterno, che assegna un valore da 1 a 5 (dove 5 rappresenta il minor rischio). Nel caso in cui per un prodotto finanziario non siano disponibili dati sufficienti, allora la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che venga assegnato un valore pari ad 1 all'indicatore.

Infine, l'ultima variabile che viene utilizzata nella determinazione dell'Indicatore Sintetico di Qualità e che viene definita dalla Politica di Adeguatezza del *Player* 2 è l'Indicatore Sintetico di Merito, che viene calcolato sommando quattro fattori qualitativi:

- fattore di impatto dei costi sul rendimento, che assume un valore pari a -1 se il rendimento di un prodotto finanziario al netto dei costi è negativo e pari a +1 in caso contrario;
- fattore diversificazione, che assume un valore pari a +2 per i prodotti finanziari che presentano una diversificazione intrinseca, mentre negli altri casi assume un valore pari a 0;
- fattore qualità della gestione attiva, che viene attribuito solo ai prodotti gestiti attivamente. Esso assume un valore che può variare da 1 a 5 (per prodotti non gestiti attivamente è pari a 0) e che viene calcolato tramite la media ponderata dei valori dei punteggi di *standard deviation*, rendimento, *sharpe ratio* e *maximum drawdown* relativi ad un prodotto finanziario.
- fattore se *flagship* (o in focus) produttore, il quale assume un valore pari a 2 per tutti gli strumenti segnalati come i migliori di gamma dal *manufacturer* o dalla SGR che li hanno prodotti.

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che l'Indicatore Sintetico di Qualità non trovi applicazione unicamente nel creare un *ranking* al fine di individuare i prodotti *best of*, ma anche al fine di condurre l'analisi costi-benefici nell'ambito delle operazioni *in switch*, la quale verrà analizzata nel sottoparagrafo successivo.

3.3.3. L'analisi costi-benefici

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 definisce alcune regole di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni *in switch* su iniziativa della banca, per le quali un cliente riceve una raccomandazione contenente almeno un consiglio di investimento e di disinvestimento su prodotti finanziari non esenti (tra quelli esenti la *policy* del *Player* 2 indica tutti quelli che sono oggetto di raccomandazioni su iniziativa del cliente e la liquidità).

La Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che affinché un'operazione *in switch* venga considerata adeguata, e quindi superi l'analisi costi-benefici, è necessario che i maggiori costi sostenuti dal cliente nell'ambito dell'operazione vengano superati dai benefici che egli trae dalle operazioni di investimento e disinvestimento previste dalle

raccomandazioni *in switch*.

Al fine di valutare l'adeguatezza di un'operazione *in switch*, il *Player* 2 deve mappare i benefici e i costi che interessano la raccomandazione. Con riferimento all'individuazione dei benefici derivanti dalla raccomandazione *in switch*, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede l'analisi di:

- benefici a livello di prodotto, calcolati attraverso l'Indicatore Sintetico di Qualità analizzato nel paragrafo precedente, che permette di rilevare la qualità del portafoglio post consulenza e l'aumento di beneficio per il cliente;
- benefici a livello di portafoglio, calcolati tramite indicatori che misurano l'adeguatezza complessiva dell'operazione, della variazione del rischio di mercato tra i portafogli ante e post consulenza (calcolo del beneficio di diversificazione) e della percentuale di aderenza del portafoglio post consulenza rispetto al portafoglio modello di riferimento;
- benefici collegati a prodotti assicurativi, che vengono tenuti in considerazione se questi ultimi sono oggetto della raccomandazione *in switch* e che indicano il vantaggio per il cliente derivante dal loro inserimento nel portafoglio post consulenza.

I benefici analizzati vengono poi inclusi dal *Player* 2 nel calcolo di una media ponderata al fine della determinazione dell'indicatore di qualità di portafoglio.

Come già affermato, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 prevede che quest'ultimo valuti anche i maggiori costi legati ad un'operazione di sostituzione di prodotti di investimento su iniziativa della banca legata ad una raccomandazione *in switch*. In particolare, la Politica di Adeguatezza del *Player* 2 considera, tenendo conto di un orizzonte temporale di 5 anni:

- i costi iniziali e di ingresso sostenuti dal cliente nella sottoscrizione dei prodotti oggetto di raccomandazione;
- i costi ricorrenti dei prodotti oggetto di investimento e di disinvestimento (i quali vengono considerati come un risparmio per il cliente) nell'ambito della raccomandazione;
- i costi di uscita e finali dei prodotti oggetto di disinvestimento e i costi di disinvestimento per i prodotti oggetto di investimento nell'ambito della raccomandazione.

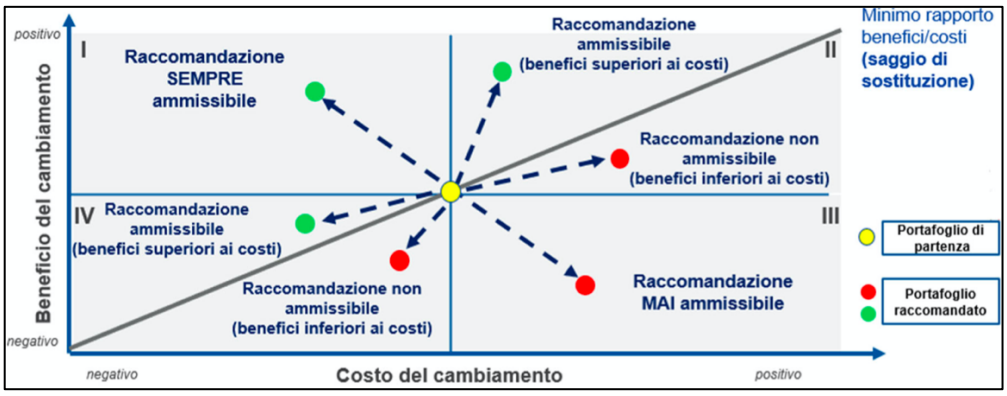
In seguito ad aver considerato le singole variazioni di costi e benefici derivanti dalla

raccomandazione *in switch* fornita al cliente su iniziativa dell'intermediario, la Politica di Adeguatezza del Player 2 prevede che venga condotta la vera e propria verifica di adeguatezza legata all'analisi costi-benefici. In particolare, secondo quest'ultima una raccomandazione *in switch* viene considerata adeguata se:

- la differenza di costi sostenuti dal cliente a cui viene fornita la raccomandazione è contenuta e si trova al di sotto di una certa soglia;
- la raccomandazione comporti un miglioramento in termini di costi e benefici del portafoglio del cliente a cui viene fornita la raccomandazione.

Il Grafico 5 permette di osservare in modo specifico quali sono i possibili esiti dell'analisi costi-benefici condotta dal *Player* 2, finalizzata a valutare l'adeguatezza di una raccomandazione *in switch* fornita al cliente su iniziativa della banca.

Grafico 5. Diagramma dei possibili esiti dell'analisi costi-benefici



Fonte: *Player* 2 (2025), Politica di Adeguatezza

Il Grafico 5 evidenzia, in particolare, come una raccomandazione *in switch* sia ritenuta adeguata (e quindi la sua analisi costi-benefici abbia esito positivo) solo se il portafoglio del cliente post consulenza presenta un miglioramento dei benefici rispetto ai costi migliore del saggio di sostituzione. Quest'ultimo indica di quanto deve aumentare la qualità del portafoglio all'aumentare dei costi legato alle operazioni di sostituzione di prodotti che avvengono nel portafoglio del cliente in seguito ad una raccomandazione *in switch*.

In sintesi, perciò, se la valutazione costi-benefici presenta un esito positivo, allora la raccomandazione *in switch* su iniziativa della banca viene considerata adeguata e, quindi, può essere condotta l'operazione ad essa collegata; altrimenti, in caso contrario, la raccomandazione *in switch* viene considerata non adeguata e rappresenta un elemento

bloccante per l'operazione di sostituzione di prodotti di investimento nell'ambito del portafoglio del cliente.

3.4. Il rapporto tra le politiche di adeguatezza dei *player* analizzati e le proposte della Retail Investment Strategy

L'analisi delle Politiche di Adeguatezza del *Player* 1 ed il *Player* 2 permette di osservare come entrambi gli intermediari seguano principi simili al fine di valutare l'adeguatezza di un'operazione svolta nell'ambito del servizio di consulenza rispetto alle caratteristiche del cliente. Infatti, le analisi effettuate evidenziano come sia il *Player* 1 che il *Player* 2 prevedano un modello di adeguatezza che si compone di una serie di controlli di adeguatezza che devono avere un esito positivo affinché un'operazione eseguita a favore del cliente nell'ambito del servizio di consulenza venga considerata adeguata dall'intermediario. La lista di controlli condotti è comune ai due intermediari analizzati e, riepilogandola, si compone di:

- un controllo di coerenza tra la complessità dei prodotti presenti nel portafoglio post consulenza e il profilo di esperienza e conoscenza del cliente, eseguito solo per la clientela *retail*;
- un controllo di coerenza tra il rischio di mercato di portafoglio e il profilo di rischio del cliente;
- un controllo di coerenza tra il rischio di credito di portafoglio e il profilo di rischio del cliente;
- un controllo di coerenza tra l'obiettivo temporale di investimento del cliente e il tempo minimo di detenzione degli strumenti in portafoglio;
- un controllo di coerenza tra il grado di concentrazione del portafoglio e il profilo di rischio del cliente, il quale non è previsto per i clienti professionali;
- un controllo di coerenza tra le caratteristiche di sostenibilità di portafoglio e le preferenze ESG del cliente.

Oltre agli appena citati controlli, i modelli di valutazione di adeguatezza dei due *player* analizzati sono dotati di regole per la suddivisione in categorie omogenee dei prodotti finanziari presenti in catalogo e la loro classificazione secondo un indicatore di *scoring* che permetta di individuare i prodotti *best in class* (secondo il *Player* 1) o *best of* (secondo il *Player* 2), ovvero i migliori prodotti per ognuna delle categorie appena citate.

Infine, l'analisi delle politiche di adeguatezza del *Player* 1 e del *Player* 2 evidenzia come

entrambi gli intermediari applichino un'analisi costi-benefici per valutare l'adeguatezza delle cosiddette operazioni *in switch*, ovvero delle operazioni di sostituzione di prodotti di investimento nel portafoglio del cliente che avvengono in un intervallo di tempo limitato e su iniziativa della banca. L'analisi costi-benefici in entrambi i casi ha lo scopo di individuare se l'operazione eseguita a favore del cliente risulta essere adeguata, ovvero se i benefici derivanti dalla sostituzione superano la variazione dei costi che essa comporta.

La somiglianza tra le politiche di adeguatezza dei due *player* analizzati esiste nonostante questi ultimi presentino dimensioni e quote di mercato differenti: infatti, come già affermato, il *Player* 1 rappresenta una realtà maggiormente affermata e consolidata sul territorio nazionale rispetto al *Player* 2, il quale è una realtà più piccola ma emergente. La spiegazione di questo fenomeno è legata al fatto che entrambi i *player* seguono le norme generali sulla valutazione di adeguatezza definite dal legislatore europeo attraverso la Direttiva MiFID II e le proposte di modifica di quest'ultima contenute nella Retail Investment Strategy, andandole poi a coniugare in modo differente sulla base di quanto stabilito dai loro organi amministrativi, come si può ravvisare nell'ambito delle singole analisi condotte in questo capitolo. Quanto appena affermato permette ai due *player* analizzati di introdurre quanto previsto dalle norme in vigore ed in fase di approvazione attraverso dei presidi che siano commisurati rispetto alla loro storia, alle loro caratteristiche e dimensioni. Infatti, è possibile osservare come il *Player* 1 presenti, in alcuni casi, *policy* di adeguatezza più complesse (coerentemente con le dimensioni del suo business) rispetto al *Player* 2, che è una realtà emergente ed in crescita, ma con dimensioni minori. Un esempio di ciò è ravvisabile nelle politiche relative alla valutazione *best in class*/*best of*, le quali evidenziano come il *Player* 1 presenti una metodologia di individuazione delle categorie di equivalenza e dei prodotti *best in class* differenziata per tipo di prodotto (OICR, prodotti di investimento assicurativi, prestiti obbligazionari, *investment certificates*), e quindi più complessa rispetto a quella del *Player* 2, che adotta un'unica metodologia per tutti i prodotti del proprio catalogo.

Le politiche di adeguatezza dei due *player* analizzati includono alcuni elementi riconducibili all'implementazione graduale nell'ambito del loro modello di business delle proposte della Retail Investment Strategy. Innanzitutto, occorre specificare come le politiche di adeguatezza dei due *player* analizzati siano state elaborate nel rispetto di quanto previsto in tema di adeguatezza dalla Direttiva MiFID II e, di conseguenza, dalle sue proposte di modifica nell'ambito della Retail Investment Strategy. Infatti, questi corpi

normativi prevedono che gli intermediari debbano condurre un'analisi di adeguatezza delle operazioni svolte a favore dei clienti nell'ambito dei servizi di consulenza per gli investimenti o di gestione di portafoglio. Secondo Busch (2017), tale valutazione ha lo scopo di confrontare i prodotti coinvolti in un'operazione con:

- l'esperienza in ambito finanziario, gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria del cliente per la clientela *retail*;
- l'esperienza, le conoscenze, la comprensione dei rischi e l'attitudine e la capacità nel sostenere le perdite da parte del cliente per la clientela professionale.

Le analisi appena descritte sono effettivamente ciò che è previsto dalle politiche di adeguatezza dei due *player*, le quali portano questi ultimi a confrontare le caratteristiche dei prodotti raccomandati ai clienti nell'ambito del servizio di consulenza con le informazioni riguardanti conoscenza, esperienza, obiettivi di investimento e propensione al rischio dei clienti, che questi ultimi rilasciano agli intermediari mediante il questionario MiFID.

Occorre sottolineare che il sopra descritto adeguamento dei *player* analizzati alle norme sulla valutazione di adeguatezza rappresenta un primo passo verso l'allineamento ad uno dei principi previsti dalle proposte della Retail Investment Strategy. Infatti, la valutazione di adeguatezza viene vista come uno tra i maggiori presidi per garantire il *best interest* del cliente, principio centrale del sopra citato pacchetto di riforme, in quanto previene e riduce il rischio di *mis-selling* nei confronti del cliente (Arrigoni e Savazzi, 2024), per il quale la clientela viene indirizzata verso una categoria di prodotti finanziari sulla base di una scelta che non tiene conto delle sue caratteristiche. Inoltre, il *Player* 1 prevede, nell'ambito del suo Modello di Valutazione di Adeguatezza, che il personale coinvolto nella prestazione del servizio di consulenza e nella conduzione della valutazione di adeguatezza presenti un grado di competenze e conoscenze adeguato, come previsto dalla Retail Investment Strategy, che impone agli intermediari obblighi relativi alla formazione periodica dei soggetti che svolgono l'attività di consulenza, in modo da perseguire il miglior interesse del cliente (Arrigoni e Savazzi, 2024).

In aggiunta a quanto affermato, i *player* analizzati adottano nelle loro politiche di adeguatezza anche un altro presidio normativo della Retail Investment Strategy, che è stato proposto dalle istituzioni europee nell'ambito della valutazione di adeguatezza: infatti, entrambi i *player* adottano, tra i controlli previsti da quest'ultima, quello relativo alla diversificazione (o concentrazione) di portafoglio, che trova spazio sia nella

valutazione di adeguatezza che nell'ambito dell'analisi costi-benefici relativa alle raccomandazioni *in switch*. In particolare, le proposte del Parlamento UE e del Consiglio europeo con riferimento alla Retail Investment Strategy prevedono che l'intermediario che conduce la valutazione di adeguatezza debba tenere conto anche della diversificazione del portafoglio detenuto dal cliente presso l'intermediario stesso (Mocci, 2024; Arrigoni e Savazzi, 2024). La scelta dei *player* di applicare tale misura proposta nell'ambito della Retail Investment Strategy protegge maggiormente l'investitore dall'esecuzione di operazioni che lo espongano ad investimenti peggiorativi anche sotto il punto di vista della diversificazione di portafoglio.

Oltre al tema dei controlli di adeguatezza sulla diversificazione di portafoglio, i *player* analizzati introducono alcune misure in tema di strumenti finanziari ESG, al fine di coniugare le proposte della Retail Investment Strategy con la volontà del legislatore europeo di incentivare la diffusione degli strumenti finanziari con caratteristiche di sostenibilità nei portafogli degli investitori. Infatti, secondo le proposte della Commissione e del Consiglio UE contenute nella Retail Investment Strategy, nell'ambito del servizio di consulenza non è possibile raccomandare alla clientela un prodotto che abbia caratteristiche supplementari non funzionali rispetto agli obiettivi di investimento del cliente e che comportino ulteriori costi (Arrigoni e Savazzi, 2024). Ciò ha un riflesso in tema di promozione della finanza sostenibile, in quanto gli strumenti ESG presentano caratteristiche che potrebbero risultare non adeguate rispetto alle preferenze di sostenibilità del cliente e, quindi, la loro diffusione potrebbe essere limitata in nome delle proposte del legislatore europeo in tema di adeguatezza e *best interest* del cliente. A fronte di ciò, le misure intraprese nelle politiche di adeguatezza dei *player* analizzati individuano un compromesso tra gli obiettivi del legislatore europeo di tutelare l'investitore attraverso la valutazione di adeguatezza prevista dalle proposte della Retail Investment Strategy e, allo stesso tempo, di promuovere l'impiego di capitali in prodotti con caratteristiche ESG. Infatti, i due *player* effettuano una valutazione di adeguatezza non bloccante delle preferenze di sostenibilità del cliente rispetto alle caratteristiche ESG degli strumenti finanziari a loro raccomandati: ciò significa che, in caso di inadeguatezza della raccomandazione, l'intermediario è obbligato unicamente a darne comunicazione al cliente, senza che costituisca un motivo di mancata esecuzione dell'operazione a suo favore. Questa scelta rappresenta una possibile soluzione che i *player* del settore possono adottare al fine di non creare un *trade-off* tra la promozione di prodotti sostenibili e la tutela dell'investitore.

Oltre a quanto affermato, attraverso l'analisi della metodologia di individuazione dei prodotti *best in class* è possibile cogliere come essa presenti alcune analogie con il tema della *product governance* e del *value for money* trattati nell'ambito della Retail Investment Strategy. Infatti, le proposte elaborate dal Parlamento europeo e dal Consiglio UE con riferimento al tema appena citato prevedono che i *manufacturer* e i distributori di prodotti finanziari confrontino gli strumenti che intendono immettere nel mercato con gruppi di prodotti omologhi commercializzati dai *competitors* (Di Carlo e Gobbo, 2024). In particolare, la Proposta del Parlamento europeo prevede che tale confronto debba essere effettuato con riferimento ai rendimenti e ai costi dei prodotti finanziari che i *manufacturer* intendono immettere sul mercato, al fine di stabilire se questi ultimi siano in grado di garantire il *value for money* ai clienti al dettaglio, tutelandoli da possibili fenomeni di *mis-selling* legati a conflitti di interesse da parte degli intermediari (Di Carlo e Gobbo, 2024). La proposta appena citata presenta un approccio comparativo simile a quello utilizzato nella metodologia *best in class*/*best of* applicata dai *Player* 1 e 2: infatti, in entrambi i casi è prevista la comparazione dei prodotti finanziari con gruppi di prodotti equivalenti rispetto a determinate caratteristiche. La differenza tra la metodologia *best in class*/*best of* e le proposte in tema di *value for money* contenute nella Retail Investment Strategy risiede nell'orizzonte di comparazione: infatti, mentre le politiche di adeguatezza dei *player* prevedono una comparazione dei prodotti interna rispetto al loro catalogo di offerta, le proposte normative sul *value for money* si basano su confronti orientati verso il mercato ed i *competitor*. Nonostante le differenze, entrambe le metodologie confrontate presentano un approccio comparativo finalizzato a perseguire la tutela dell'investitore e a diminuire il rischio di *mis-selling* nei confronti della clientela al dettaglio. Inoltre, l'introduzione della metodologia *best in class*/*best of* a favore del cliente rappresenta un nucleo iniziale di politiche adottate da parte dei *player* analizzati al fine di implementare nel lungo periodo le norme sulla *product governance* e sul *value for money*, che si svilupperanno con l'approvazione definitiva delle proposte della Retail Investment Strategy formulate dalle istituzioni europee.

Con riferimento alla valutazione *best in class*/*best of* dei *player* analizzati, occorre aggiungere anche che la sua connotazione quantitativa risulta essere gradita alle autorità di vigilanza e allineata con quanto previsto nelle proposte in tema di *product governance* nell'ambito della Retail Investment Strategy, in quanto è basata sull'utilizzo di variabili che tengono conto dei costi e dei rendimenti dei prodotti finanziari (dimensioni rispetto alle quali viene effettuato anche il confronto previsto dalle norme proposte per il tema del

value for money). Quanto appena affermato rappresenta un'ulteriore dimostrazione a favore del fatto che la metodologia *best in class*/*best of* rappresenta un primo passo verso l'introduzione di procedure coerenti con le norme in tema di *product governance* e *value for money* proposte nell'ambito della Retail Investment Strategy.

La metodologia *best in class*/*best of* offre alcuni interessanti spunti di riflessione con riferimento all'architettura dell'intermediario che la mette in atto. Infatti, nel caso di intermediari ad architettura aperta, come il *Player* 1 ed il *Player* 2, la metodologia *best in class*/*best of* risulta applicabile in maniera agevole, dato che i prodotti finanziari presenti nel catalogo del *player* provengono da fabbriche prodotto diverse ed esterne al gruppo bancario di appartenenza dell'intermediario valutatore; invece, nel caso degli intermediari ad architettura chiusa, ovvero quelli che offrono ai clienti unicamente i prodotti finanziari relativi a *manufacturer* interni al gruppo di appartenenza, la valutazione *best in class*/*best of* potrebbe risultare maggiormente complessa, essendo quest'ultima un giudizio che richiederebbe di escludere dal perimetro della consulenza prodotti finanziari che hanno origine interna.

Con riferimento al tema degli *inducements*, affrontato dalla Retail Investment Strategy, il Modello di servizio delle *Advisory Solutions* del *Player* 2 prevede l'offerta ai clienti di un modello di consulenza avanzato, il quale è a pagamento e permette all'intermediario di offrire su propria iniziativa raccomandazioni su una gamma superiore di strumenti rispetto alla consulenza semplificata, che è gratuita e presenta un modello di remunerazione basato sugli *inducements*. Il modello di consulenza avanzato prevede un modello remunerativo per il *Player* 2 del tipo *fee on top*, per il quale il cliente deve sostenere delle commissioni per il servizio di consulenza, oltre ai costi per i prodotti finanziari raccomandati. Questo sistema remunerativo applicato dall'intermediario si distanzia da quello basato sugli *inducements* della consulenza semplificata e rappresenta un esempio di modello di consulenza che i *player* del settore finanziario potrebbero applicare nel caso in cui venisse approvato un divieto di percezione di incentivi nell'ambito della Retail Investment Strategy.

Nonostante quanto affermato nel presente paragrafo, gli intermediari finanziari analizzati devono ancora implementare nel proprio modello di business molte delle tematiche che sono oggetto delle proposte formulate dalle istituzioni europee nell'ambito della Retail Investment Strategy. Infatti, come si è potuto osservare nel presente paragrafo, le applicazioni dei temi normativi del *value for money*, del *best interest* del cliente, della valutazione di adeguatezza e degli *inducements* nell'ambito delle politiche dei *player*

analizzati sono ancora in stadio embrionale; invece, altri temi come quelli dell'educazione finanziaria del cliente e delle comunicazioni e pratiche di marketing risultano ancora poco considerati dalle *policy* degli intermediari finanziari analizzati. Quanto affermato si deve al fatto che questi ultimi sono in attesa dell'approvazione di un testo definitivo del pacchetto di riforme della Retail Investment Strategy per elaborare specifiche misure da implementare nei loro processi interni con riferimento a tutti i temi da esso trattati. Nonostante ciò, nel frattempo, le misure contenute nelle proposte della Retail Investment Strategy che sono state già implementate dai due *player* rappresentano una base su cui verranno costruiti i presidi che verranno introdotti dagli intermediari all'approvazione di un testo definitivo del pacchetto di riforme della direttiva MiFID II.

Conclusioni

Nel presente elaborato è stata condotta un'analisi sull'evoluzione del contesto normativo europeo in tema di qualità dei mercati finanziari e di tutela degli investitori e sull'impatto delle misure introdotte nel modello di business degli intermediari finanziari. Nello specifico, l'analisi si focalizza principalmente sul pacchetto di proposte della Retail Investment Strategy come riforma della MiFID II e sulle modalità con cui i *player* del settore bancario intendono adattare il proprio modello di business alle novità normative da esso introdotte, volte principalmente ad accrescere la tutela dell'investitore al dettaglio.
La Retail Investment Strategy fonda le proprie basi sull'impianto normativo delle Direttive MiFID e MiFID II e dei Regolamenti MiFIR e PRIIPs. Nello specifico, come descritto nel Capitolo I del presente elaborato, la Direttiva MiFID entrò in vigore nel 2007 con il fine di favorire la nascita di un mercato dei capitali unico europeo tramite l'armonizzazione e l'integrazione delle norme in tema di tutela dell'investitore e di efficienza dei mercati finanziari. La crisi finanziaria del 2008, quella del debito sovrano del 2009 e i progressi tecnologici nel settore finanziario hanno portato il legislatore europeo a pubblicare nel 2014 il pacchetto MiFID II-MiFIR, finalizzato a ridurre la deregolamentazione promossa dalla MiFID, migliorando l'impianto normativo e incrementando l'armonizzazione delle norme sui mercati finanziari, sulla trasparenza di questi ultimi e sulla tutela dell'investitore. Ad integrazione di questo pacchetto normativo, il legislatore europeo ha emanato nel 2014 anche il Regolamento PRIIPs, contenente norme volte ad incrementare la qualità e la comparabilità dell'informativa precontrattuale dei prodotti PRIIPs, con il fine di tutelare maggiormente l'investitore e ridurre il sovraccarico informativo in capo a quest'ultimo.
Come riportato nel Capitolo II del presente elaborato, a fronte del contesto normativo appena descritto, a partire dal 2023 la Commissione, il Parlamento ed il Consiglio UE hanno elaborato la Retail Investment Strategy, un pacchetto di riforme dei regimi normativi MiFID II-MiFIR e PRIIPs avente l'obiettivo di accrescere la protezione degli investitori al dettaglio, di migliorare l'attrattività dei mercati finanziari europei e di unificare questi ultimi. Tra i temi trattati dalla Retail Investment Strategy si individuano quelli della *product governance* e del *value for money*, del perseguimento del *best interest* del cliente e della consulenza, degli *inducements*, dell'alfabetizzazione finanziaria e delle comunicazioni di marketing e precontrattuali. Gli effetti che tali proposte del legislatore

europeo possono potenzialmente generare sui mercati, sugli investitori e sui *player* dei settori finanziario ed assicurativo rappresentano un tema in evoluzione, essendo l'iter normativo della Retail Investment Strategy ancora in corso. Nonostante ciò, i *player* del settore finanziario hanno già iniziato a introdurre alcune delle misure previste dalle proposte della Retail Investment Strategy all'interno delle proprie *policy* sulla conduzione delle valutazioni di adeguatezza rispetto al profilo di un cliente di un'operazione condotta nel perimetro della consulenza e della gestione di portafoglio.

A fronte di quanto appena affermato, nel presente elaborato sono state condotte un'analisi ed una comparazione delle politiche di adeguatezza del *Player* 1 e del *Player* 2, due banche italiane che rappresentano rispettivamente una realtà di grandi dimensioni e consolidata del settore bancario, ed un'altra di minori dimensioni ma in crescita e con caratteristiche innovative. Lo studio delle politiche di adeguatezza di queste ultime è stato condotto al fine di individuare come le proposte di riforma formulate dalle istituzioni europee nell'ambito della Retail Investment Strategy stanno impattando sul modello di business dei *player* analizzati, tenendo conto anche della prospettiva legata alla futura approvazione del testo definitivo del pacchetto di riforme e dei suoi effetti. In particolare, nell'analisi condotta è stato possibile evidenziare i controlli eseguiti dagli intermediari nell'ambito delle valutazioni di adeguatezza, le modalità di conduzione della valutazione costi-benefici relativa alle operazioni *in switch* e il processo di individuazione dei prodotti *best in class* o *best of* del proprio catalogo di offerta.

Dall'analisi comparativa delle politiche di adeguatezza appena descritte e dal loro confronto con le misure della Retail Investment Strategy è possibile osservare come entrambi i *player* analizzati introducano nel proprio modello di business alcune delle proposte del pacchetto di riforme. Tra queste si individua il tema del *value for money*, il quale vede una propria prima applicazione nella procedura *best in class*/*best of* delle due banche, dato che quest'ultima prevede una comparazione dei prodotti finanziari del catalogo dei *player*, finalizzata ad evitare casi di *mis-selling*. L'applicabilità della procedura *best in class*/*best of* nelle due banche è agevolata dalla loro architettura aperta, che permette loro di escludere più agevolmente alcuni prodotti finanziari dal perimetro della consulenza, a differenza di quanto accade invece per i *player* ad architettura chiusa, che hanno un catalogo di offerta composto da prodotti di origine interna.

Lo studio delle politiche di adeguatezza dei due *player* analizzati ha evidenziato anche che questi ultimi applicano misure in tema di *best interest* del cliente, che trovano la propria massima applicazione nella conduzione da parte dei *player* delle valutazioni di

adeguatezza, finalizzate a garantire che ogni operazione svolta nel perimetro della consulenza avvenga nel miglior interesse del cliente. Tali valutazioni implementano anche le proposte della Retail Investment Strategy relative all'introduzione nella valutazione di adeguatezza di controlli sulle preferenze di sostenibilità e sulla diversificazione di portafoglio del cliente: ciò comporta che gli intermediari debbano modificare le modalità di acquisizione e sfruttamento delle informazioni fornite dal cliente attraverso il questionario MiFID, rispetto a quanto previsto dalla MIFID II.

Infine, un ultimo tema della Retail Investment Strategy che compare nelle *policy* dei *player* analizzati è quello degli *inducements*, che trova applicazione particolarmente nei modelli di consulenza avanzata del *Player* 2, per i quali il cliente può accedere a una gamma di prodotti più ampia rispetto alla consulenza tradizionale remunerando direttamente l'intermediario attraverso un sistema *fee on top*, oltre che sostenendo i costi relativi ai prodotti finanziari sottoscritti. L'introduzione di tale sistema di remunerazione elimina l'utilizzo degli *inducements* nella consulenza avanzata del *Player* 2, che comunque continua a percepirli in quella tradizionale, in attesa dell'emanazione di misure definitive sugli incentivi da parte del legislatore europeo. Il modello di consulenza descritto rappresenta una possibile soluzione per gli intermediari in risposta di un eventuale divieto di percezione di *inducements*, a patto che il sistema remunerativo da esso previsto venga introdotto in seguito ad un'accurata valutazione della variazione della struttura dei ricavi che esso comporterebbe per i *player*.

L'introduzione nelle *policy* delle banche analizzate di alcuni dei temi contenuti nelle proposte della Retail Investment Strategy resta comunque ancora in fase embrionale, mentre le altre tematiche del pacchetto di riforme non sono state invece ancora implementate dagli intermediari. Questo avviene in quanto questi ultimi restano in attesa dell'approvazione di un testo definitivo della Retail Investment Strategy per poter introdurre misure definitive nel proprio modello di business. Ciò permette di affermare che sia le misure già implementate dalle banche analizzate che quelle che verranno recepite in futuro comporteranno un incremento dei costi di *compliance*, che per il *Player* 1 risulteranno in termini assoluti più elevati rispetto al *Player* 2, avendo il primo una dimensione maggiore. Allo stesso tempo, però, il *Player* 1 potrebbe essere in grado di assorbire in modo più efficiente i maggiori costi fissi legati alla *compliance* rispetto al *Player* 2, proprio a causa delle ridotte dimensioni di quest'ultimo.

Concludendo, nella presente analisi è stato possibile valutare gli impatti delle proposte elaborate dalle istituzioni europee nell'ambito della Retail Investment Strategy sul

modello di business dei due *player* analizzati, dato che questi ultimi hanno già introdotto alcune delle misure da esse previste. Al fine di valutare globalmente gli effetti derivanti dall'entrata in vigore del pacchetto di riforme analizzato, però, occorre attendere che il legislatore emani un testo definitivo della Retail Investment Strategy, essendo i *player* analizzati in attesa di quest'ultimo per introdurre ulteriori misure nelle proprie *policy*.

Bibliografia

Aitken, M. J., Harris, F. H. D., & Sensenbrenner, F. (2010). Price discovery in liquid UK shares Pre and Post MiFID. *Frank, Price Discovery in Liquid UK Shares Pre and Post MiFID (October 23, 2010)*.

Annunziata, F. (2023). Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets. *How to Boost Retail Investors' Participation in Financial Markets (July 7, 2023). Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg*.

Arrigoni, M. (2023). La disciplina degli incentivi nella prestazione dei servizi di investimento all'interno della strategia per gli investimenti al dettaglio promossa dalla Commissione europea. *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, *2023*(3), 369-386.

Arrigoni, M., & Savazzi, A. (2024). *Le novità MiFID II del Retail Investment Package nella versione del Consiglio UE*, Diritto Bancario, 22/07/2024.

BCG, & Markit. (2016, June). White Paper MiFID II: Preparation Without Delay. In R. Flatley, M. Aldridge, P. Garside, R. Khasawneh, W. L'Heveder.

Better Finance (2022). *BETTER FINANCE Evidence Paper on the Detrimental Effects of Inducements*, disponibile a https://betterfinance.eu/publication/better-finance-evidence-paper-on-the-detrimental-effects-of-inducements/

Better Finance (2023). *BETTER FINANCE's Key positions on the Retail Investment Strategy proposals*, disponibile a https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/20231019_RIS_PositionPaper_FINAL.pdf

Bidell, M., Niemeyer, A., & Rieck, T. (2019). Discussion on "PRIIP-KID: Providing Retail Investors with Inappropriate Product Information?"(Graf). *European Actuarial Journal*, *9*(2), 387-390.

Boneva, L., Linton, O., & Vogt, M. (2016). The effect of fragmentation in trading on market quality in the UK equity market. *Journal of Applied Econometrics*, *31*(1), 192-213.

Busch, D. (2017). MiFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms. *Capital Markets Law Journal*, *12*(3), 340-380.

Casey, J. P., & Lannoo, K. (2006). *The MiFID Revolution* (No. 1235). Centre for European Policy Studies.

Cerini, M. G. (2011). Markets in Financial Instruments Directive-MiFID. *Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca Borsa Working Paper*, (1).

Cesari, R. (2023). *Value for money nelle gestioni assicurative. Alcune considerazioni*, lavoro presentato al VI Forum Assicurazioni, Venezia, 15 settembre 2023.

Chater, N., Huck, S., & Inderst, R. (2010). Consumer decision-making in retail investment services: A behavioural economics perspective. *Report to the European Commission/SANCO*.

Clemons, E. K., & Weber, B. (1989, January). London's Big Bang: a case study of information technology, competitive impact, and organizational change. In *[1989] Proceedings of the Twenty-Second Annual Hawaii International Conference on System Sciences. Volume IV: Emerging Technologies and Applications Track* (Vol. 4, pp. 233-242). IEEE.

Colaert, V. (2016). The regulation of PRIIPs: great ambitions, insurmountable challenges?. *Journal of Financial Regulation*, *2*(2), 203-224.

Colomba, C. (2017). *MiFID II: disciplina e prospettive per la consulenza indipendente*, Diritto Bancario, 07/06/2017.

Comana, M., Previtali, D., & Bellardini, L. (2019). The MiFID II Framework. *Springer Books*.

Commissione Europea (2012), *Impact Assessment accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products*, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2012:0187:FIN:EN:PDF

Commissione Europea (2023), *Impact assessment report accompanying the document "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules and Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1286/2014 as regards the modernisation of the key information document"*, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023SC0278

Commissione europea, CEPS, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, Kantar, Milieu, Uličná, D., Vincze, M., Mosoreanu, M., Hayet, M., Landsheer, R. d., Järvi, O., Bruggeman, V., Sproge, J., Fialon, S., De Groen, W. P., Amariei, C., Oliinyk, I., & Nagtegaal, J. (2023). *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea. https://data.europa.eu/doi/10.2874/459190

Consiglio europeo (2023), *Retail investment package: Council agrees on its position*, disponibile a https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/06/12/retail-investment-package-council-agrees-on-its-position/

Consob (2009). *Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*, disponibile a https://www.consob.it/documents/1912911/1991943/c9019104.pdf/7a506fdc-271f-aea6-7f2e-019eb3c4b9b3

Cossu, M. (2021). Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario, crisi economico-finanziaria e finanza sostenibile. *Available at SSRN 4153380*.

Decreto Legislativo 58/1998, disponibile a https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1998-02-24;58

Dell'Erba, M. (2017). The Regulation of CCPs in Europe: The European Market Infrastructure Regulation (EMIR). *Financial Regulation in the EU: From Resilience to Growth*, 355-382.

Delreux, T., & Laloux, T. (2018). Concluding early agreements in the EU: A double principal-agent analysis of trilogue negotiations. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, *56*(2), 300-317.

De Polis, S. (2024). *La EU Retail Investment Strategy - Profili di diritto del mercato assicurativo*, lavoro presentato al Convegno di Studi – Università La Sapienza, Roma, 22 febbraio 2024.

Di Carlo, F., & Gobbo, D. (2024), *Retail investment package: il confronto su product governance, value for money e inducements*. Diritto Bancario, 10/07/2024.

Di Ciommo, F. (2017). La consulenza finanziaria alla luce della MiFID2: profili giuridici. *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, (1), 39-68.

Direttiva 2004/39/CE, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32004L0039

Direttiva 2005/29/CE, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32005L0029

Direttiva 2014/17/EU, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32014L0017

Direttiva 2014/65/EU, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32014L0065

Doumayrou, B. (2008). Entre concurrence et efficience: l'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés actions reste difficile à anticiper. *Bulletin de la Banque de France*, (169), 49-60.

Eberlein, E. (2015). Valuation in illiquid markets. *Procedia economics and finance*, *29*, 135-143.

Economics, L. (2015). Consumer testing study of the possible new format and content for retail disclosures of packaged retail and insurance-based investment products.

EFAMA (2024), *Council of the EU takes crucial step forward for retail investment*, disponibile a https://www.efama.org/newsroom/news/council-eu-takes-crucial-step-forward-retail-investment

EIOPA (2021), *Supervisory statement on assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*, disponibile a https://www.eiopa.europa.eu/publications/supervisory-statement-assessment-value-money-unit-linked-insurance-products-under-product-oversight_en

EY. (2015). The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II.

ESMA (2020). *ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II - Final Report*, disponibile a https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2126_technical_advice_on_inducements_and_costs_and_charges_disclosures.pdf

ESMA (2022). On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection – Final Report, disponibile a

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf

ESMA, EBA, & EIOPA (2015). *Technical Discussion Paper Risk, Performance Scenarios and Cost Disclosures in Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs)*, disponibile a https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/jc_dp_2015_01.pdf

Eurofi (2022). *Retail investment: opportunities, challenges and EU policy proposals*, EUROFI Regulatory Update, disponibile a https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2022/05/eurofi_retail-investment_opportunities-challenges-and-eu-policy-proposals_paris_february-2022.pdf

Europe Economics (2014). *Retail Distribution Review - Post Implementation Review*, disponibile a https://www.fca.org.uk/publication/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf

Eurostat (2021a). *Quarterly sector accounts – households*, disponibile a https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Quarterly_sector_accounts_-_households

Eurostat (2021b). *Households - statistics on financial assets and liabilities*, disponibile a https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities

Federal Reserve Economic Data (2023). *Personal saving as a percentage of disposable income*, disponibile a https://fred.stlouisfed.org/series/A072RC1Q156SBEA

Financial Conduct Authority (2019). Investment platforms market study. *Final report, MS17/1.3*.

Financial Conduct Authority (2020). Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review. *London: FCA*.

Financial Services Authority (2011). *"Retail Distribution Review" - Written evidence submitted by the Financial Conduct Authority to the Treasury Committee of the UK Parliament*, disponibile a https://publications.parliament.uk/pa/cm201011/cmselect/cmtreasy/writev/rdr/m128.htm

Fleuriot, P. (2010). The review of the markets in financial instruments directive (MiFID). *Working Group Report to the French Minister for the Economy, Industry and Employment*.

Gillet, R., Ligot, S., & Firouzi, H. O. (2017). The challenges and implications of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) and of its revision (MiFID II, MiFIR) on the efficiency of financial markets. *Financial Regulation in the EU: From resilience to growth*, 151-198.

Gresse, C. (2014). Market fragmentation and market quality: The European experience. In *Market microstructure and nonlinear dynamics: Keeping financial crisis in context* (pp. 1-24). Cham: Springer International Publishing.

Gortsos, C. (2016). *Financial inclusion: an overview of its various dimensions and the initiatives to enhance its current level*, ECEFIL Working Paper Series No. 15

Harris, F., Dimarco, E. M., Filippa, L., Gresse, C., Mcinish, T. H., & Petrella, G. (2012). European Market Quality Pre/Post-MiFID: A Panel Discussion of Metrics for Market Integrity and Efficiency. *Journal of Trading*, *2012* (Fall).

Investment Management Association (2014). *Asset management in the UK 2013-2014 – The IMA Annual Survey*, disponibile a https://www.theia.org/sites/default/files/2019-05/20140909-IMA2013-2014-AMS.pdf

IVASS (2024). *Aspettative di vigilanza in materia di governo e controllo dei prodotti assicurativi (POG)*, disponibile a https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/lettere/2024/lm-27-03-24/Lettera_al_mercato_del_27_03_2024.pdf

Kaiser, T., Lusardi, A., Menkhoff, L., & Urban, C. (2022). Financial education affects financial knowledge and downstream behaviors. *Journal of Financial Economics*, *145*(2), 255-272.

Kakhbod, A., Kazempour, S. M., Livdan, D., & Schuerhoff, N. (2023). Finfluencers. *Swiss Finance Institute Research Paper*, (23-30).

Klapper, L., Lusardi, A., & Van Oudheusden, P. (2015). Financial literacy around the world. *World Bank. Washington DC: World Bank*, *2*, 218-237.

KPMG (2021). *The future of advice: A comparison of fee-based and commission-based advice from the perspective of retail clients*, disponibile a https://hub.kpmg.de/hubfs/LandingPages-PDF/Whitepaper_Provisionsberatung_ENG_SDC_BF_sec.pdf?utm_campaign=FS%20-%20Studie%20-%20Zukunft%20der%20Beratung&utm_medium=email&_hsmi=184774734&_hsenc=p2ANqtz--IeDNEGWMfvNdg-QV_0aPhERzlYMBT0H34Jj0HAHxzrpZ_wo_qQwfvOa0bqlQqIR_nik8PetkmKhR_M5RZF28LyzSLQrgK_0pPC3HwM0fd2NAhwtk&utm_content=184774734&utm_source=hs_automation

Lin, T. C. (2015). Reasonable investor (s). *BuL rEv.*, *95*, 461.

Linciano, N. (2012). La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse. *Analisi Giuridica dell'Economia*, *11*(1), 135-148.

Mandato negoziale del Consiglio UE sul pacchetto investimenti al dettaglio - Direttiva Omnibus, disponibile a https://www.consilium.europa.eu/media/rv5dc4rc/st10825-ad01en24.pdf

Mandato negoziale del Consiglio UE sul pacchetto investimenti al dettaglio – Regolamento PRIIPs, disponibile a https://www.consilium.europa.eu/media/1tceuvay/st10825-ad02en24.pdf

Marano, P. (2021). The Contribution of Product Oversight and Governance (POG) to the Single Market: a set of organisational rules for business conduct. *Insurance distribution directive: a legal analysis*, 55-74.

Mocci, F. (2024). *Retail Investment Strategy, la strada è ancora lunga*. Diritto Bancario, 15/05/2024.

Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American economic review*, *51*(4), 657-665.

OECD (2010). *OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2009 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2020). *Recommendation of the Council on Financial Literacy*, OECD/LEGAL/0461

O'Hara, M. (2003). Presidential address: Liquidity and price discovery. *The journal of Finance*, *58*(4), 1335-1354.

Perchet, R., Herambourg, N., & Carvalho, R. L. D. (2023). PRIIPs Regulation Unwrapped: Essential Aspects and Practical Implications. *Available at SSRN 4388183*.

Petrocelli, E. (2015). PRIIPs Regulation and its Implementation: Consequences and Challenges. *Int'l. In-House Counsel J.*, *9*, 1.

Parlamento europeo (2006), *Il "rapporteur": la persona incaricata di presentare le relazioni al parlamento*, disponibile a

https://www.europarl.europa.eu/RegData/presse/pr_post_story/2006/IT/03A-DV-PRESSE_STO(2006)07-25(09938)_IT.pdf

Perrone, A. (2018). *Il diritto del mercato dei capitali*. Giuffrè Editore.

Piccinno, M. (2024). *Retail Investment Strategy: consulenza, consulenza finanziaria indipendente e financial literacy del cliente*, Diritto Bancario, 23/04/2024.

Player 1 (2025). *Modello di Valutazione di Adeguatezza*.

Player 2 (2025). *Advisory Solutions – Modello di Servizio*.

Player 2 (2025). *Politica di Adeguatezza e Appropriatezza ai fini MiFID*.

Polidoro, L. (2017). MIFID II key reforms, opportunities and limitations: from a compliance to a business challenge. In *EUFIRE 2017: The proceedings of the International Conference on European Financial Regulation* (pp. 123-140).

Praet, P. (2012, May). European financial integration in times of crisis. In *The annual general meeting and conference 2012 of the International Capital Market Association (ICMA). 25 May 2012*.

Prorokowski, L. (2015). MiFID II compliance–are we ready?. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, *23*(2), 196-206.

Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:79b29b91-fae0-11ed-a05c-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF

Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento

contenente le informazioni chiave, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0278

PwC (2023), *Retail Investment Strategy - La riforma degli incentivi nella distribuzione alla clientela retail*, disponibile a https://www.pwc.com/it/it/industries/asset-management/assets/docs/pwc-retail-investment-strategy.pdf

Qi, Y., & Hull, I. (2024). The Impact of Finfluencers on Retail Investment. *Available at SSRN*.

Regolamento (UE), n. 648/2012, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32012R0648

Regolamento (UE) n. 600/2014, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:32014R0600

Regolamento (UE) n. 2014/1286, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex:32014R1286

Relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento contenente le informazioni chiave, disponibile a https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2024-0160_IT.html

Relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio, disponibile a https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2024-0162_IT.html

Rizzi, L., Arcidiacono, A., Lozzi, F., Terzuolo, U., Cavallo, G., Verilio, A., Pala, F., Nepote, S., Resca, M., & Bono, U. (2018). *Guida alla consulenza finanziaria indipendente per i Commercialisti*, disponibile a https://odcec.torino.it/public/elaborati/la_consulenza_finanziaria_indipendente.pdf

Robustella, C. (2019). La tutela rafforzata dell'investitore nella Mifid II. *Jus civile*, (1).

Schaeken Willemaers, G. (2014). Client protection on European financial markets–from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2. *Revue Trimestrielle de Droit Financier (Autumn 2014)*.

Véron, N. (2014). *The G20 financial reform agenda after five years* (No. 2014/11). Bruegel Policy Contribution.

Yeoh, P. (2019). MiFID II key concerns. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, *27*(1), 110-123.

Zanin, M., & Bonaldo, N. M. (2024). *Novità nella Retail Investment Strategy in materia di servizi di investimento*, PWC TLS, 05/07/2024.

Sitografia

Banca d'Italia, https://www.bancaditalia.it/

Better Finance, https://betterfinance.eu/

Borsa Italiana, https://www.borsaitaliana.it/

Commissione europea, https://commission.europa.eu/

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), https://www.consob.it/

Consiglio europeo, https://www.consilium.europa.eu/

Covip, https://www.covip.it/

Diritto Bancario, https://www.dirittobancario.it/

EFAMA, https://www.efama.org/

EIOPA, https://www.eiopa.europa.eu/

Eurizon Asset Management, https://www.eurizoncapital.com/it

Eurofi, https://www.eurofi.net/

Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/

EUR-Lex, https://eur-lex.europa.eu/

European Securities and Markets Authority (ESMA), https://www.esma.europa.eu/

Federal Reserve Economic Data, https://fred.stlouisfed.org/

Global Shares, https://www.globalshares.com/

KPMG, https://kpmg.com/

Morningstar, https://www.morningstar.it/it

Normattiva, https://www.normattiva.it/

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino, https://odcec.torino.it/

Parlamento europeo, https://www.europarl.europa.eu/

PwC, https://www.pwc.com/

The Investment Association, https://www.theia.org/

UK Parliament, https://www.parliament.uk/