

Spettabile

Consob

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, n. 3

00198 – Roma

Giovedì 31 Ottobre 2019

Oggetto: Osservazioni al Documento per la Consultazione “*Modifiche al regolamento intermediari relativamente agli obblighi di informazione e alle norme di comportamento per la distribuzione dei prodotti di investimento assicurativi, in recepimento alla Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (IDD)*”.

La scrivente Associazione intende esprimere soddisfazione per il lavoro svolto da codesta Commissione nell’adozione di una disciplina per la distribuzione di prodotti di investimento assicurativi per i soggetti sottoposti alla vigilanza della Consob per quanto possibile in linea con quella applicabile alla prestazione di servizi di investimento recentemente modificata dal complesso normativo c.d. MiFID II.

Abbiamo comunque ritenuto opportuno effettuare alcune osservazioni al documento in consultazione in oggetto al fine di contribuire ad una migliore applicazione e interpretazione per gli intermediari operanti nel *private banking* delle regole che saranno adottate.

I.- Art. 134, commi 1, 2 e 5 Regolamento Intermediari

L’art. 134, comma 5, precisa che gli intermediari che intrattengono un rapporto continuativo con il cliente, ad esempio fornendo un servizio continuativo di consulenza in materia di investimenti, stabiliscono politiche e procedure per mantenere informazioni adeguate e aggiornate sui clienti “*ai fini dell’osservanza di quanto previsto al comma 2*”.

Il citato comma 2 dell'art. 134 del Regolamento Intermediari in consultazione precisa che gli intermediari devono raccomandare prodotti di investimento adeguati al cliente e, in particolare, adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite.

Il comma 1 dell'art. 134 del Regolamento Intermediari in consultazione precisa invece che gli intermediari devono raccomandare prodotti di investimento coerenti con le richieste ed esigenze assicurative del cliente.

Come emerge dalla lettura dell'art. 134, comma 5, non vi è un richiamo esplicito al comma 1, ma si richiama solo il comma 2, con la conseguenza che l'intermediario anche in caso di consulenza continuativa dovrebbe richiedere le informazioni relative alla verifica della coerenza del prodotto di investimento assicurativo rispetto alle esigenze assicurative ogni volta prima della sottoscrizione del singolo prodotto.

Come noto gli IBIPs non sono prodotti assicurativi puri, ma sono prodotti assicurativi sulla vita che presentano una forte e rilevante componente di investimento. Le esigenze assicurative (*demands and needs*) legate a questi tipi di prodotti sono piuttosto semplici, pertanto si ritiene che le stesse possano essere ragionevolmente preindividuate nel questionario utilizzato per MiFID 2 e che quindi possano essere fornite, a differenza che nei prodotti assicurativi puri come quelli danni, all'inizio del rapporto e aggiornate periodicamente, non essendo necessario per il cliente fornirle di volta in volta alla sottoscrizione di ogni singolo prodotto di investimento assicurativo.

Peraltro, la distribuzione degli IBIPs avviene, soprattutto nel campo del *private banking*, all'interno di un rapporto di consulenza continuativo dove il flusso informativo tra cliente e intermediario è basato su una ampia conoscenza delle caratteristiche e dei bisogni del cliente e viene periodicamente aggiornato.

Alla luce della particolare natura degli IBIPs e della modalità di distribuzione degli stessi, si chiede di rendere coerente l'acquisizione delle informazioni sulle esigenze assicurative con l'acquisizione delle informazioni ai fini dell'adeguatezza, includendo nel comma 5 dell'art. 134 del Regolamento Intermediari il richiamo del comma 1 del medesimo articolo.

In tal modo gli intermediari quando forniscono consulenza continuativa potrebbero procedere a raccogliere sia le informazioni relative alle esigenze assicurative, sia quelle relative alla tolleranza al rischio e alla capacità di sostenere le perdite *una tantum* in sede di apertura del rapporto, con obbligo di aggiornamento periodico. La modifica richiesta

dovrebbe comunque lasciar ferma la facoltà per i distributori di raccogliere le suddette informazioni in occasione del collocamento del singolo contratto assicurativo ove ritenessero tale facoltà maggiormente conveniente.

II.- Art. 134, comma 6, Regolamento Intermediari

Il comma in oggetto precisa che quando gli intermediari forniscono consulenza sui prodotti di investimento assicurativi devono essere in grado di “*valutare tenendo conto dei costi e della complessità, se altri prodotti finanziari o altri prodotti d’investimento assicurativi equivalenti siano adeguati al cliente*”.

Tale disposizione integra il principio del c.d. *best of*, ossia il giudizio di equivalenza secondo il quale l’intermediario sarà tenuto a raccomandare il prodotto adeguato al cliente tra prodotti simili o succedanei tenendo conto di determinati fattori.

Pare ragionevole affermare che tale principio debba essere declinato ed applicato in modo proporzionale e strettamente correlato alle modalità distributive utilizzate e quindi alla tipologia di consulenza fornita dall’intermediario al cliente finale, unitamente al correlato livello di servizio.

Il regolamento in consultazione, opportunamente, sin dalle definizioni, richiama le tre principali modalità con cui può essere prestato il servizio di consulenza su prodotti di investimento assicurativi:

- a) la consulenza su base indipendente, ossia quella prevista dall’art. 24-*bis*, comma 2, del TUF;
- b) la consulenza fondata su un’analisi imparziale e personale ai sensi dell’art. 119-*ter*, comma 4, del CAP;
- c) consulenza non indipendente, ossia la consulenza di natura distributiva priva dei requisiti di cui alle precedenti lettere a) e b).

Per tali motivi si ritiene che, in caso di consulenza su base indipendente, essendo la stessa basata su un’analisi del mercato ampia delle varie tipologie di prodotti e con una gamma non limitata a prodotti emessi o forniti da entità che abbiano stretti legami con il distributore o altri vincoli tali da compromettere l’indipendenza della consulenza stessa, il c.d. *best of* dovrà essere effettuato su una gamma di prodotti sufficientemente diversificati in termini di tipologia, struttura, *pricing*, esposizione ai rischi ed aspettativa di rendimento.

In caso di consulenza fondata su un'analisi imparziale e personale ai sensi dell'art. 119-ter, comma 4, del CAP, essendo una consulenza fondata sul modello del brokeraggio, e quindi fondata sull'analisi di un numero sufficiente di prodotti disponibili sul mercato che consenta di formulare una raccomandazione personalizzata e professionale volta a soddisfare le esigenze del cliente, allo stesso modo il giudizio di equivalenza dovrà essere effettuato su un numero sufficiente di prodotti disponibili sul mercato.

In caso di consulenza non indipendente il giudizio di equivalenza dovrà essere effettuato, tenendo conto del modello distributivo e con riguardo al catalogo prodotti dell'intermediario.

La scrivente Associazione ritiene, dunque, che il giudizio di equivalenza debba essere effettuato in modo proporzionale e proporzionato rispetto alla tipologia di consulenza fornita e al modello di distribuzione in concreto applicato dall'intermediario.

Sotto il profilo dell'oggetto, e quindi dei prodotti, al fine di poter applicare correttamente il criterio del *best of* secondo logiche predeterminate ed affidabili, si ritiene che la valutazione debba essere fatta mettendo in relazione prodotti della stessa tipologia e non anche prodotti che, per la loro struttura, operatività e funzione, sono diversi, pena la loro non comparabilità sotto un profilo economico-finanziario.

Seguire questo processo di carattere oggettivo, volto a privilegiare l'omogeneità degli *assets* sottoposti al giudizio di equivalenza, appare necessitato in ragione del fatto che i prodotti di investimento assicurativi, come noto, devono rispondere ad esigenze del cliente di carattere sia finanziario, che assicurativo. Di qui la non comparabilità degli stessi con prodotti puramente finanziari che, per principio, non possono coprire le esigenze assicurative.

Tutto ciò premesso, si ritiene che la norma in commento debba per un verso espungere il riferimento ad "*altri prodotti finanziari*", per l'altro prevedere che il giudizio di equivalenza sia proporzionato alla natura ed alla tipologia di consulenza fornita nei confronti del cliente finale.

In subordine si chiede che il riferimento in termini di valutazione comparativa al fatto che si debba procedere "*tenendo conto dei costi e della complessità*" debba essere necessariamente ampliato ed arricchito con nuovi e più completi criteri di riferimento.

Al riguardo si ritiene che debbano essere presi in considerazione la natura, il funzionamento, le proprietà civilistiche e quelle fiscali che contraddistinguono i prodotti di investimento assicurativi e che li diversificano profondamente dai prodotti finanziari.

Solo in questo modo è possibile avvalorare, nell'esperimento del giudizio di equivalenza, profili idonei a giustificare e legittimare la scelta di un prodotto di investimento assicurativo rispetto a quella di un prodotto finanziario. Quest'ultimo infatti, a prima vista, potrebbe apparire, sotto un profilo di costi e di complessità, più conveniente per il cliente, ma va tenuto conto che non è in grado, in ragione della diversa natura e funzionamento, di assolvere ad importanti esigenze nel perseguimento degli interessi del cliente finale. Si pensi, al riguardo, al fatto che le prestazioni assicurative derivanti dalla sottoscrizione di un prodotto di investimento assicurativo non cadono in successione, possono essere dichiarate impignorabili ed insequestrabili, rivestono un trattamento fiscale più favorevole. Questi elementi, oltre al profilo dei costi ed alla complessità, dovrebbero essere aggiunti al fine del compimento di un più conforme giudizio di equivalenza.

III.- Art. 134, comma 7, Art. 135 bis, comma 6, Art. 133, comma 5, Art. 135-sexies, comma 7, Art. 135-octiesdecies Regolamento Intermediari

Le disposizioni in oggetto precisano che, in caso di collaborazione orizzontale, come definita dallo stesso Regolamento Intermediari in consultazione, gli adempimenti in materia di informativa e trasparenza, di incentivi, di adeguatezza e appropriatezza siano svolti dal soggetto abilitato alla distribuzione assicurativa che ha il rapporto diretto con il cliente.

Sulla base di tali disposizioni si chiede pertanto di confermare che gli intermediari che sono sottoposti alle regole di condotta e trasparenza previste dal Regolamento Intermediari in consultazione, in caso di collaborazione orizzontale, dovranno soggiacere esclusivamente alla normativa sulla distribuzione assicurativa prevista dal Regolamento Consob. Parimenti si chiede di confermare che gli intermediari assicurativi che operano in cointermediazione con i primi, pur trovando in linea generale applicazione agli stessi, corrispettivamente, la disciplina prevista dall'IVASS, non siano chiamati a porre in essere gli adempimenti previsti dalla loro normativa di riferimento, in mancanza del rapporto diretto con il cliente.

Per lo stesso motivo, in caso venga prestata consulenza obbligatoria in regime di collaborazione orizzontale non dovrebbe trovare applicazione all'intermediario assicurativo che non abbia il rapporto diretto con il cliente l'art. 68 *duodecies*, comma 2, del Regolamento IVASS n. 40/2018 in consultazione, in quanto la prestazione del servizio di consulenza

obbligatoria nei confronti del cliente finale verrebbe svolta dal distributore che opera ex lett. d) del RUI, il quale, avendo il rapporto diretto con il cliente finale, applicherebbe il corrispondente art. 135 *ter* in cui il richiamato comma 2 non è stato riprodotto.

Rimane comunque fermo quanto previsto dall'art. 135-*octiesdecies* del Regolamento Intermediari in consultazione in tema di *product governance*.

IV.- Articolo 135-ter Regolamento Intermediari

Nell'art. 135-ter del Regolamento Intermediari in consultazione, rubricato "*Consulenza Obbligatoria*" al primo comma si prevede che "*Nell'attività di distribuzione assicurativa i soggetti abilitati alla distribuzione assicurativa prestano consulenza per la vendita dei prodotti di investimento assicurativi, salvo che si tratti di prodotti d'investimento assicurativi non complessi di cui all'articolo 16 del regolamento (UE) 2017/2359*".

Con tale norma viene data applicazione al disposto dell'art. 121-*septies*, comma 1, del CAP che delega alle Autorità nei regolamenti il compito di stabilire i casi in cui le imprese assicurative e gli intermediari sono obbligati a fornire consulenza per la distribuzione di prodotti di investimento assicurativi.

Nel far questo codesta onorevole Commissione nella parte di sua competenza ha inteso far riferimento alla categoria di prodotti d'investimento assicurativi non complessi di cui all'articolo 16 del regolamento (UE) 2017/2359.

Vanno però al riguardo svolte due considerazioni.

La prima è che si è inteso far riferimento alla categoria dei prodotti non complessi che, però, nella Direttiva IDD viene pensata e disciplinata al fine di regolare il diverso fenomeno della c.d. *execution only*, ossia della modalità distributiva compiuta esclusivamente in esecuzione della volontà del cliente e non come criterio identificativo dell'ambito oggettivo della consulenza obbligatoria.

La seconda considerazione è che, in ogni caso, l'art. 16 del Regolamento europeo dà attuazione al disposto dell'art. 30, comma 3, lett. a), (ii), ossia alla categoria degli altri investimenti assicurativi non complessi. Anche volendo accedere al fatto che la categoria dei prodotti non complessi possa essere quella a cui fare riferimento per definire i limiti ed il perimetro della consulenza obbligatoria, andrebbe in ogni caso considerato anche il disposto dell'art. 30, comma 3, lett. a), (i) che include nei prodotti non complessi l'ulteriore

categoria dei "contratti che comportano solamente un'esposizione degli investimenti agli strumenti finanziari considerati non complessi ai sensi della direttiva 2014/65/UE e che non incorporano una struttura che rende difficoltoso per il cliente capire il rischio assunto" con un sostanziale richiamo della categoria dei prodotti non complessi formatasi in MiFID 2.

Ciò comporterebbe pertanto un allargamento della definizione e del perimetro dei prodotti di investimento assicurativi non complessi sui quali non troverebbe applicazione l'obbligo di prestazione dell'attività di consulenza. Si pensi al riguardo ad una polizza unit linked a struttura semplice che investa solo ed esclusivamente in OICVM. La stessa, pur in assenza di una garanzia di capitale, potrebbe essere considerata un prodotto non complesso.

Si chiede pertanto che, nel caso in cui si voglia tenere il criterio prescelto, lo si completi nel modo descritto al fine di ottenere una più precisa e chiara definizione dei prodotti di investimento assicurativi non complessi e, per differenza, di quelli complessi sui quali troverebbe applicazione il regime di consulenza obbligatoria.

Ciò detto, va poi considerato il contenuto dell'art. 121-*septies*, comma 2, del CAP in forza del quale "la consulenza resa nell'ambito della distribuzione assicurativa del prodotto di investimento assicurativo, quando è obbligatoria o quando è svolta su iniziativa del distributore, non deve gravare economicamente sui clienti".

Al fine di esaminare detta disposizione occorre tenere conto, secondo la scrivente Associazione, del modello di *business* che gli intermediari di *private banking* hanno implementato nel corso degli anni a partire dal recepimento in Italia di MiFID 1 fino alla recente introduzione di MiFID 2.

Si sono sviluppati, infatti, modelli aventi ad oggetto la fornitura di una consulenza di portafoglio con un alto livello di servizio che prevedono come rilevante l'iniziativa degli intermediari che danno indicazioni di investimento/disinvestimento personalizzate volte alla realizzazione degli obiettivi di investimento rappresentati dal cliente all'intermediario.

Proprio il livello della consulenza prestata nel *private banking* consente, infatti, al cliente di giovare dell'esperienza, professionalità e conoscenza dell'intermediario, permettendo di supplire ad una più bassa conoscenza ed esperienza degli investimenti e rendendo adeguate e percorribili una serie di opzioni di investimento che sarebbero altrimenti precluse al cliente stesso in una operatività *fait par lui* oppure assistita da un più basso livello di servizio.

Vi sono varie modalità di remunerazione della consulenza che vanno dal solo pagamento di commissioni da parte del cliente o alla sola ricezione di *inducement* da parte di soggetti

terzi fino ad un sistema misto che prevede sia la corresponsione di *fee* da parte del cliente, sia il pagamento di incentivi da parte di soggetti terzi nel rispetto della normativa di riferimento.

A parere della scrivente Associazione non sembra sia da condividere una lettura estensiva del richiamato articolo 121-septies, comma 2, del CAP.

Piuttosto si ritiene che l'obbligo di non gravare economicamente sui clienti non trovi applicazione con riferimento a quei rapporti aperti o da aprire aventi ad oggetto una consulenza continuativa di portafoglio e comunque di livello evoluto tra cui vi rientrano anche prodotti di investimento assicurativi complessi. Si è dell'opinione infatti che il nuovo regime introdotto dall'implementazione di IDD in Italia si riferisca ai soli casi in cui si presti consulenza obbligatoria o su iniziativa del distributore e che tale consulenza sia quella di livello base e più bassa volta a garantire un mero filtro di adeguatezza.

L'irragionevolezza della norma che sembra richiedere la prestazione gratuita di un servizio deve necessariamente trovare delle interpretazioni che ne limitino la portata. Ne consegue che il divieto di essere remunerato dal cliente non dovrebbe trovare applicazione rispetto ad un contratto che preveda la prestazione del servizio di consulenza finanziaria consistente in una consulenza continuativa di portafoglio o comunque di livello evoluto volta a dare un miglior servizio al cliente, come avviene sempre nel settore del Private Banking.

Si chiede quindi a codesta onorevole Commissione di chiarire l'effettivo ambito applicativo delle norme sopra richiamate precisando che, in caso di prestazione di un servizio di consulenza al cliente su base contrattuale non possono trovare applicazione le norme sulla limitazione delle forme di remunerazione da parte del cliente che si riferiscono esclusivamente alla consulenza obbligatoria ed alla consulenza ad iniziativa del distributore nella parte in cui detta attività si limita ad una consulenza base in fase di allocazione del prodotto volta a garantire un mero filtro di adeguatezza a favore dell'investitore.

Ciò detto, sembra in ogni caso opportuno che venga fornita una lettura della norma in commento secondo la quale l'obbligo di non gravare economicamente sui clienti non si traduca in un divieto di percezione di incentivi da parte dell'intermediario distributore.

Peraltro, questa interpretazione sembra già trasparire dalla bozza di regolamento messa in pubblica consultazione ed in particolare dall'art. 132, comma 2, lett. b), (ii), 4) ove si prevede che, se il prodotto è distribuito mediante consulenza, il soggetto abilitato alla distribuzione assicurativa informa il cliente "*se la consulenza è gratuita ai sensi dell'articolo*

121-septies, comma 2, del CAP". Proprio l'uso dell'aggettivo gratuita aiuta a far intendere quale sia l'ambito coperto dalla disposizione normativa limitandolo al caso in cui non ci sia addebito di commissioni a carico del cliente.

Si deve pertanto ritenere che l'intermediario possa legittimamente ricevere inducements sia nel caso di consulenza obbligatoria che in quello di consulenza prestata su iniziativa dell'intermediario. Gli incentivi, infatti, non sarebbero colpiti dal divieto normativo e sarebbero sottoposti alla loro disciplina specifica che già prevede le condizioni ed i requisiti di ricevibilità in modo conforme da parte dell'intermediario.

Si chiede, pertanto, a codesta onorevole Commissione di chiarire l'effettivo ambito applicativo delle norme sopra richiamate precisando che l'intermediario possa legittimamente percepire quelle forme di remunerazione legate alla prestazione dell'attività distributiva ed allo stesso pagate in forma di inducements, previo rispetto delle condizioni di ammissibilità previste dall'art. 135 sexies che, a sua volta, si richiama all'art. 53, comma 1.

V.- Art. 135 quaterdecies, commi 1 e 6, Regolamento Intermediari

Il comma 1 della disposizione in commento, nel definire il mercato di riferimento effettivo del distributore, precisa che gli intermediari devono adottare adeguate misure e procedure per assicurare che i prodotti di investimento assicurativi che intendono distribuire siano compatibili con *“le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi del mercato di riferimento e che la strategia di distribuzione prevista sia coerente con tale mercato”*.

La scrivente Associazione ritiene, mettendo a fattor comune quanto già sostenuto nella fase di implementazione di MiFID 2, che un elemento essenziale che concorre nella definizione del *target market* effettivo sia la considerazione del livello di servizio assicurato al cliente dal distributore stesso.

La concreta definizione del mercato di riferimento effettivo finisce dunque per essere influenzata dal livello di consulenza svolta dall'intermediario nei confronti del cliente finale. È evidente, infatti, che nel caso in cui l'intermediario distributore fornisca una consulenza evoluta, l'identificazione del *target market* effettivo sarà più ampia e più approfondita rispetto al caso in cui presti una consulenza avente ad oggetto un mero filtro di adeguatezza o addirittura agisca solo non in regime di appropriatezza senza consulenza.

Il livello della consulenza prestata nel *private banking* consente, infatti, al cliente di giovare dell'esperienza, professionalità e conoscenza dell'intermediario, permettendo di supplire ad una più bassa conoscenza ed esperienza degli investimenti e rendendo adeguate e percorribili una serie di opzioni di investimento che sarebbero altrimenti precluse al cliente stesso in una operatività fai da te oppure assistita da un più basso livello di servizio.

In considerazione di quanto sopra precisato, si propone pertanto di modificare il comma 1 dell'art. 135 *quaterdecies* del Regolamento Intermediari nel seguente modo:

“I soggetti abilitati alla distribuzione assicurativa adottano adeguate misure e procedure per assicurare che i prodotti di investimento assicurativi che intendono distribuire siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi del mercato di riferimento nonché con il livello di servizio prestato e che la strategia di distribuzione prevista sia coerente con tale mercato”.

Il comma 6 lettera b) dell'articolo in commento prevede, altresì, che gli intermediari possono distribuire prodotti di investimento assicurativi ai clienti che non rientrano nel *target market* del distributore o del produttore purché tali prodotti corrispondano alle richieste ed esigenze assicurative e siano adeguati o appropriati. In questo caso, gli intermediari valutano *“l'incidenza in termini percentuali del prodotto sull'intero portafoglio e l'ampiezza in termini assoluti del portafoglio stesso”.*

Secondo la scrivente Associazione, sulla linea di quanto già precedentemente precisato dall'ESMA, anche la valutazione di adeguatezza è influenzata dal livello del servizio di consulenza prestata dall'intermediario.

Pertanto, sulla base delle considerazioni già effettuate per il comma 1 dell'articolo in commento si propone di modificare il comma 6, lettera b) dell'art. 135 *quaterdecies* del Regolamento Intermediari nel seguente modo:

“b) possono distribuire prodotti di investimento assicurativi ai clienti che non appartengono al mercato di riferimento effettivo di cui ai commi 1 e 2 o al mercato di riferimento individuato dal soggetto che realizza il prodotto ai sensi del regolamento IVASS di cui alla lettera a), purché tali prodotti corrispondano alle richieste e alle esigenze assicurative di quei clienti e siano adeguati o appropriati per essi. In tal caso, i soggetti abilitati alla distribuzione assicurativa valutano il livello di servizio prestato, l'incidenza in termini percentuali del prodotto sull'intero portafoglio e l'ampiezza in termini assoluti del portafoglio stesso (...).”.

VI.- Art. 135 *viciesquater* Regolamento Intermediari

Il comma 3 dell'art. 135 *viciesquater* del Regolamento Intermediari in consultazione, in tema di conflitto di interessi, individua il principio generale secondo cui gli intermediari devono stabilire per ciascun rapporto contrattuale *“se la contemporanea qualifica di beneficiario o di vincolatario delle prestazioni assicurative e quella di distributore del relativo contratto incida negativamente sull'interesse del contraente valutando in particolare la contestualità dell'operazione contrattuale e la situazione finanziaria del contraente”*.

La presente Associazione valuta positivamente lo sforzo compiuto da codesta onorevole Commissione di introdurre una disciplina del conflitto di interessi che, non proponendo più divieti generali ed astratti, valuti il comportamento dell'intermediario nel caso concreto sulla base della fissazione di criteri di riferimento che fungano da presidio contro condotte che confliggano con gli interessi del cliente.

Conformemente a quanto sopra esposto, si chiede di confermare che, in caso di collaborazione orizzontale, la formulazione dell'art. 55, comma 2 del Regolamento IVASS n. 40/2018, non trovando applicazione agli intermediari sottoposti al rispetto del Regolamento Intermediari, non pregiudichi l'applicazione del contenuto dell'art. dell'art. 135 *vicies quater* del Regolamento Intermediari.