

Norme Ue

L'attuazione

della Ris

sotto i riflettori

Cruciale la definizione delle regole di secondo livello

Antonio Criscione

La Retail Investment Strategy (Ris) si avvia verso la sua fase cruciale di attuazione con un compromesso politico che avrà conseguenze rilevanti per l'industria del risparmio gestito e della consulenza finanziaria in Europa. I punti cardine emersi dal negoziato consolidano la coesistenza tra diversi modelli di remunerazione, salvaguardando il sistema delle retrocessioni (inducement) pur vincolandolo a più severi requisiti di trasparenza e qualità del servizio. Ora l'attenzione del settore si sposta però sulla "fase due", ovvero la definizione delle regole tecniche di secondo livello affidate all'Esma e alla Commissione. Sarà proprio in questa imminente fase attuativa che si giocherà il reale impatto delle nuove norme sul mercato, in particolare per quanto riguarda i benchmark del value for money e l'applicabilità dell'inducement test.

La transizione verso questo secondo livello normativo rappresenta un momento di passaggio molto delicato per l'intero settore. Il negoziato politico sulla direttiva, consolidatosi nel trilogato del 1° giugno 2026 e in attesa di ratifica formale tra la fine del 2026 e l'inizio del 2027, ha evitato - come detto - il divieto generalizzato delle retrocessioni caldeggiato inizialmente dalla Commissione, accogliendo le tesi di paesi come l'Italia favorevoli alla coesistenza tra i modelli di consulenza a parcella (fee-based) e su commissione (commission-based). Tuttavia, l'intesa raggiunta rappresenta solo una cornice generale. Come osserva Antonella Massari, Segretario Generale di Aipb: «La vera sfida della Retail Investment Strategy comincia ora. La riforma richiederà una revisione profonda dei modelli di servizio e inciderà sui processi di pro-

duct governance, sulla pianificazione commerciale, sui rapporti tra produttori e distributori e sulle modalità di erogazione della consulenza». L'attenzione delle associazioni e degli operatori si concentrerà da qui in poi sui tavoli tecnici europei per evitare che una stesura eccessivamente rigida dei dettagli operativi vanifichi l'equilibrio faticosamente raggiunto sul piano politico.

Tra gli aspetti tecnici di secondo livello più dibattuti vi è l'applicazione pratica del principio del value for money, che imporrà ai produttori e ai distributori di confrontare i costi e i rendimenti dei prodotti finanziari con gruppi di riferimento comparabili (peer group). Il timore diffuso tra gli intermediari è che questo esercizio si irrigidisca in un mero controllo quantitativo dei prezzi o in una sorta di calmiera sui costi, penalizzando i servizi a più alto valore aggiunto o con strutture distributive strutturate. Antonella Massari avverte: «Sarà essenziale evitare approcci metodologici che mettano direttamente in relazione grandezze eterogenee, come la performance dei prodotti - inevitabilmente influenzata dall'andamento dei mercati - e i costi di prodotti e servizi che producono valore in modo continuativo nel tempo». Il valore aggiunto della consulenza, secondo il Segretario Generale dell'associazione del private banking, non può essere ridotto a una singola metrica di costo. Per questo, prosegue Massari, «la valutazione del value for money dovrebbe essere coerente con l'orizzonte temporale proprio degli investimenti finanziari, soprattutto di quelli azionari, il cui valore si misura fisiologicamente nel medio-lungo periodo».

Oltre alla valutazione dei costi, le nuove regole tecniche dovranno definire le condizioni operative del nuovo "inducement test", il meccanismo volto a dimostrare che la percezione di retrocessioni generi un beneficio concreto per il cliente e non provochi distorsioni nelle raccomandazioni. L'industria spinge affinché questo test rimanga ancorato a principi generali (principle-based) e consideri il valore complessivo del servizio offerto all'investitore, piuttosto che focalizzarsi sul singolo strumento finanziario in modo isolato. Un'ulteriore preoccupazione per gli operatori riguarda la potenziale saldatura automatica tra i tre controlli previsti dalla normativa: la conformità al value for money, il superamento dell'inducement test e l'adempimento del dovere di agire nel migliore interesse del cliente. Se considerati secondo una logica strettamente cumulativa e interdipendente, segnala Aipb, questi test rischiano di determinare valutazioni negative del prodotto sulla base di automatismi legati ai singoli indicatori di costo, anziché di un'effettiva valutazione di merito delle sue caratteristiche complessive. Per questo motivo, secondo Massari, una delle principali linee di confronto tecnico a livello europeo riguarda la necessità di preservare l'autonomia e la specificità finalit  di ciascuna valutazione. Il valore dovr  dunque essere dimostrato lungo l'intera catena dell'investimento: nella selezione dei prodotti, nella qualit  della consulenza e nella capacit  di generare benefici nel tempo per il cliente.



La Commissione Ue. L'esecutivo Ue sar  al centro della fase attuativa della Ris

ATTI DELEGATI DELLA RIS

1 VALUE FOR MONEY Atti delegati previsti dalla direttiva MiFID II – nuovo art. 16-a(12b) Tema Value for Money Cosa cambia con il Level 1 Introduce un processo strutturato di Value for Money basato sul confronto tra costi e oneri, performance e benefici del prodotto. Per i prodotti retail � previsto il confronto con prodotti comparabili / peer group. Cosa pu� cambiare con il Level 2 L'atto delegato potr� specificare i criteri per costruire i peer group, gestire l'assenza o scarsit� di comparabili e valutare quando costi, oneri e performance risultano significativamente distanti rispetto ai prodotti comparabili. Rischio / impatto per operatori Rischio che il VFM si trasformi in un benchmark prevalentemente di prezzo o in un de facto price cap, penalizzando prodotti o servizi con strutture di costo pi� articolate ma maggiore contenuto di servizio. La prospettiva del mercato Preservare una valutazione multidimensionale del valore. Evitare soglie o presunzioni automatiche fondate sul solo costo. Considerare caratteristiche qualitative, complessit�, protezione, liquidit�, personalizzazione e servizi associati.	proporzionalit� e assenza di incentivi distorsivi nella raccomandazione. Rischio / impatto per operatori Rischio di una restrizione quantitativa indiretta delle retrocessioni o di un test che, pur senza vietarle formalmente, ne renda difficile l'utilizzo nel modello distributivo. La prospettiva del mercato Mantenere un test principle-based. Valutare il beneficio rispetto al servizio complessivamente prestato al cliente, non al singolo prodotto isolatamente. Evitare soglie quantitative rigide e automatismi basati sull'ammontare dell'inducement.	Tema Simple / simplified advice Cosa cambia con il Level 1 Introduce una forma di consulenza pi� circoscritta su strumenti well-diversified, non-complex and cost-efficient, con un processo informativo pi� leggero rispetto all'advice ordinario. Cosa pu� cambiare con il Level 2 Il nuovo contenuto aggiunto dalla RIS all'art. 25(8) consente al Level 2 di precisare i criteri e le condizioni del regime di simple / simplified advice e di individuare gli strumenti finanziari che qualificano come well-diversified, non-complex and cost-efficient. Rischio / impatto per operatori Criteri troppo restrittivi potrebbero rendere il regime scarsamente utilizzabile; criteri troppo rigidi potrebbero inoltre creare arbitraggi regolamentari rispetto alla consulenza completa. La prospettiva del mercato Definire criteri semplici e implementabili. Evitare liste chiuse e valorizzare, quando appropriato, la diversificazione a livello di portafoglio e non soltanto di singolo prodotto.
2 AMMISSIBILIT� DEGLI INDUCEMENTS / INDUCEMENT TEST Atti delegati previsti dalla direttiva MiFID II – nuovo art. 24a(8b) Tema Ammissibilit� degli inducements / inducement test Cosa cambia con il Level 1 Mantiene l'ammissibilit� degli inducements, ma rafforza il collegamento con il dovere di agire nel migliore interesse del cliente e con principi di proporzionalit� e beneficio per il cliente. Cosa pu� cambiare con il Level 2 L'atto delegato potr� definire i criteri operativi e le evidenze con cui dimostrare che l'inducement � compatibile con il best interest, inclusi beneficio tangibile,	INTERAZIONE VFM INDUCEMENTS BEST INTEREST Atti delegati previsti dalla direttiva MiFID II – nuovi artt. 16-a(12b) e 24a(8b) Tema Interazione VFM – inducements – best interest Cosa cambia con il Level 1 Disciplina separatamente il VFM del prodotto, l'ammissibilit� degli inducements e il dovere di agire nel migliore interesse del cliente. Cosa pu� cambiare con il Level 2 Le specificazioni tecniche possono determinare quanto i tre test resteranno autonomi o finiranno per essere applicati in modo cumulativo e interdipendente. Rischio / impatto per operatori Possibile catena automatica: costo pi� elevato VFM pi� difficile da dimostrare inducement pi� difficile da giustificare prodotto pi� difficile da raccomandare. La prospettiva del mercato Preservare autonomia e finalit� distinte dei tre test. Il posizionamento meno favorevole su un singolo indicatore di costo non dovrebbe determinare automaticamente il fallimento degli altri test	5 KNOWLEDGE & COMPETENCE Atti delegati previsti dalla direttiva MiFID II – nuovo art. 24d(2), secondo comma / Annex V Tema Knowledge & competence Cosa cambia con il Level 1 Rafforza i requisiti professionali e di formazione continua, includendo anche competenze rilevanti per la sostenibilit�. Cosa pu� cambiare con il Level 2 La Commissione potr� aggiornare, ove necessario, gli allegati che definiscono conoscenze e competenze richieste agli operatori. Rischio / impatto per operatori Possibile incremento delle materie obbligatorie, delle ore o dei requisiti formali di certificazione e duplicazione tra regimi formativi differenti. La prospettiva del mercato Valorizzare risultati di apprendimento e competenze acquisite, riconoscendo l'equivalenza tra percorsi formativi

Fonte: Aipb

  RIPRODUZIONE RISERVATA