

BAN DEGLI INDUCEMENTS: NECESSARIO UN ADEGUAMENTO DEI MODELLI DI BUSINESS DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI?

IL PUNTO DI VISTA E*FINANCE CONSULTING REPLY



NORMATIVA E DIBATTITO, A CHE PUNTO SIAMO?

Si registra grande fermento tra gli organi dell'Unione Europea e gli Stati Membri in seguito all'avvio della «**Retail Investment Strategy (RIS)**», un insieme di proposte normative che, inserite all'interno del più ampio piano d'azione «**Capital Market Union**», hanno quale obiettivo garantire una maggior tutela degli investitori al dettaglio e incrementare la trasparenza nel mercato dei servizi finanziari. Il **tema più dibattuto** è certamente quello relativo all'eventuale **abolizione degli inducements**¹ nell'erogazione dei servizi di investimento e di consulenza finanziaria. A livello normativo, gli incentivi sono **vietati già dal 2018** a seguito dell'entrata in vigore della **MiFID II**, tuttavia continuano ad essere percepiti (esclusivamente nella consulenza finanziaria prestata in maniera dipendente) **a patto che l'intermediario dimostri la relazione fra retrocessioni ed innalzamento della qualità del servizio offerto alla clientela**. Come vedremo nell'ultimo paragrafo, fra le strade che la Commissione Europea potrebbe decidere di percorrere c'è quella dell'**inasprimento dei criteri di ammissibilità** degli incentivi, con la finalità di limitarne il percepimento da parte degli intermediari finanziari.

La conferma dell'**inserimento del ban degli inducements** all'interno della **Retail Investment Strategy** è avvenuta a gennaio da parte della commissaria europea per i servizi finanziari **Mairead McGuinness** che, nel corso di un intervento presso la commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del parlamento Europeo, ha espresso apertamente la sua **posizione favorevole** circa il **divieto delle retrocessioni**. Il ban, tuttavia, solleva molti interrogativi riguardo ai possibili effetti che questo avrebbe sul mercato della consulenza finanziaria e sui **modelli di servizio** degli intermediari. Durante l'ultima riunione della **FISMA** ("Direzione generale della stabilità finanziaria e dei servizi finanziari della Commissione europea"),

infatti, la maggioranza degli **stati membri** (tra cui Germania, Italia, Francia e Belgio) si è **opposta apertamente all'abolizione degli inducements**. I primi a schierarsi pubblicamente contro il ban sono stati il parlamentare tedesco **Markus Ferber** e il ministro delle finanze tedesco **Christian Lindner**, i quali hanno esplicitato quella che è l'opinione più diffusa, ossia che il **ban** comporterebbe il **venire meno di un'importante fonte di ricavo** per le banche, e **ostacolerebbe l'accesso alla consulenza** da parte degli **investitori retail**. Al contrario, i favorevoli al ban (Olanda e Svezia) sostengono che il principale beneficio derivante dall'abolizione degli inducements sia la **riduzione dei costi di accesso agli investimenti** per il cliente finale, sottolineando come nei sistemi in cui questi sono ancora in **vigore** si registrano **prezzi** degli strumenti finanziari **più alti** di circa il 35% rispetto ai paesi in cui essi non sono presenti².

È certo che, con il divieto degli inducements, i distributori perderebbero una parte rilevante dei loro ricavi e nelle banche reti potrebbero esserci impatti sui **pay-out degli agenti**, con una possibile revisione della metodologia di definizione degli stessi. Per di più, i distributori sarebbero costretti a sostenere ingenti **costi per adeguare i propri modelli di servizio** al nuovo contesto normativo, in un periodo di mercato non particolarmente semplice.

Per meglio inquadrare il fenomeno degli inducements e gli effetti di una loro eventuale abolizione, analizziamo cos'è accaduto nel Regno Unito dove, l'introduzione del ban, avvenuta circa 10 anni fa con la RDR, ha portato ad una **riduzione del pricing** degli strumenti finanziari ed alla diffusione di **nuovi modelli di servizio a basso costo** in grado di **servire** tutti quei clienti a bassa patrimonialità **rimasti "orfani"** della consulenza finanziaria "human based"

¹ Con il termine "inducements" si intende "ogni tipo di onorario, commissione o beneficio monetario o non monetario, pagato o fornito da terzi agli intermediari finanziari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ai clienti", fonte: Articolo 24, MiFID II

² Fonte: Commissione Europea, "Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study", Dicembre 2021



GLI EFFETTI DEL BAN NEL MERCATO DELLA CONSULENZA FINANZIARIA IN UK

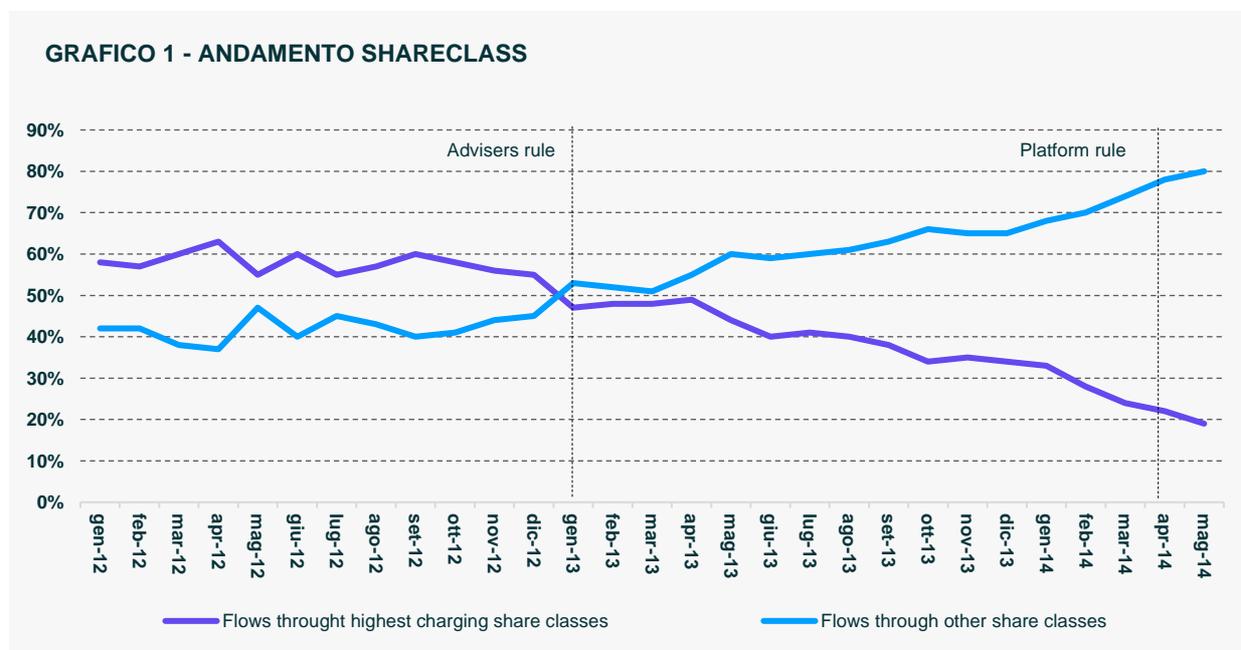
A partire dal 2013, con l'entrata in vigore della Retail Distribution Review (RDR), il **Regno Unito** ha introdotto il **divieto di retrocessione degli inducements**, con effetto non retroattivo sullo stock già investito.

L'analisi di quanto accaduto in UK rappresenta un recente e significativo esempio di come il ban abbia portato ad una inevitabile e progressiva **revisione dei modelli di business** degli intermediari finanziari.

Alla base del divieto delle retrocessioni vi era il tentativo di accrescere la tutela degli investitori e rendere più accessibili gli strumenti finanziari di investimento. Effettivamente, nei **mesi successivi all'introduzione del divieto** si è verificata una **generalizzata riduzione dei costi degli strumenti**

finanziari, mediante:

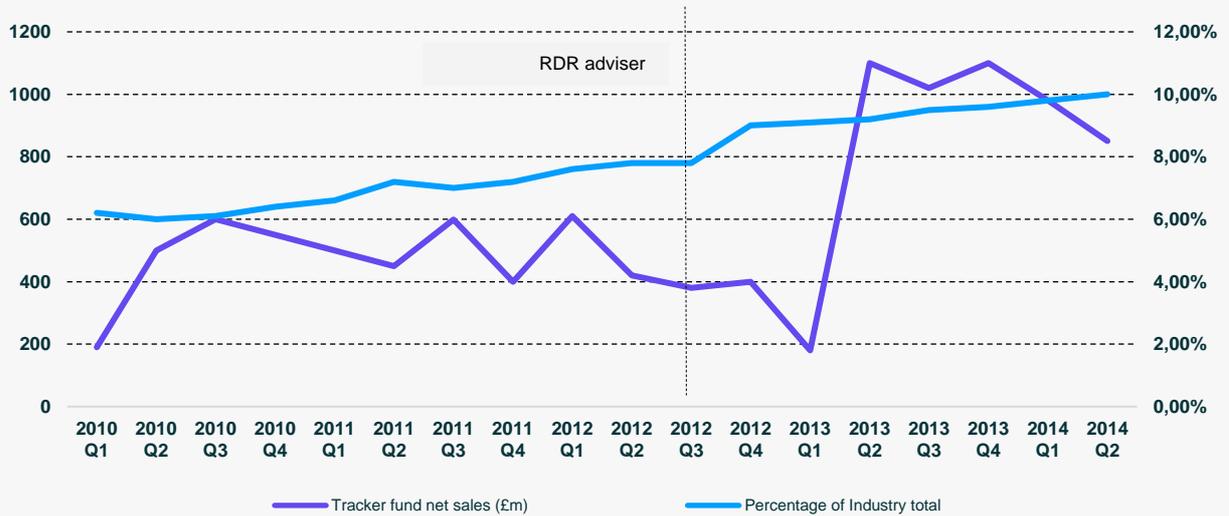
- l'aumento nel collocamento delle **shareclass meno costose** relative ad un medesimo prodotto d'investimento (grafico 1);
- lo spostamento delle strategie di investimento verso **strumenti finanziari a basso costo**, con un notevole incremento delle vendite di **fondi a gestione passiva** (in particolare, si segnala un picco di vendite e collocamenti proprio all'inizio del 2013) e di **ETF** (grafico 2);
- la **riduzione delle commissioni** relative ai prodotti di investimento al dettaglio. Il **costo di gestione è mediamente diminuito** di circa **40 bps** per i fondi a gestione attiva (grafico 3) e di circa **25 bps** (grafico 4) per i fondi a gestione passiva.



Fonte: IMA, "Asset management in the UK 2013 – 2014"

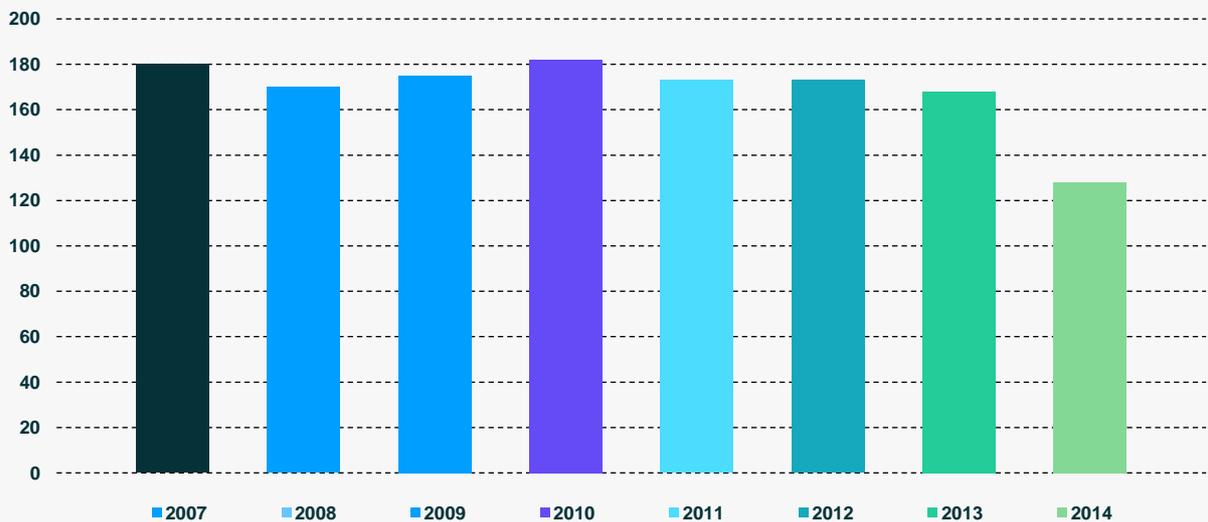


GRAFICO 2 - FONDI A GESTIONE PASSIVA



Fonte: IMA, "Asset management in the UK 2013 – 2014"

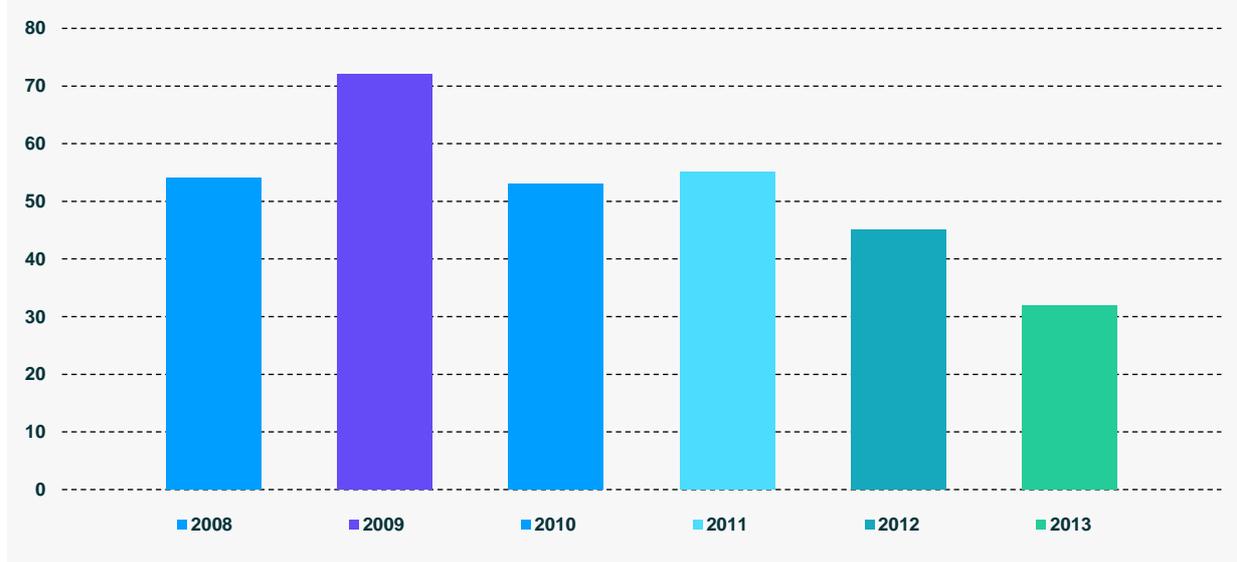
GRAFICO 3 - COSTO MEDIO DI GESTIONE PER I FONDI ATTIVI VENDUTI IN UK



Fonte: Rielaborazione dati raccolti da Refinitiv Lipper



GRAFICO 4 - COSTO MEDIO DI GESTIONE PER I FONDI PASSIVI VENDUTI IN UK



Fonte: Rielaborazione dati raccolti da Refinitiv Lipper

Se il trend di riduzione del pricing degli strumenti finanziari è innegabile, è interessante il rilevamento fatto dalla Commissione Europea nel 2018 (grafico 5), in cui appare evidente come i valori delle

commissioni di gestione dei fondi in UK siano inferiori rispetto alla media europea, a fronte però di **commissioni di entrata ed uscita ampiamente superiori** al resto d'Europa³.

GRAFICO 5 - AMMONTARE DELLE COMMISSIONI IN EUROPA

| | BOND FUNDS | | | MONEY MARKET FUND | | | EQUITY FUND | | | MIXED FUNDS | | | ETFs | |
|---------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
| | Commissioni d'ingresso | Commissioni di uscita | Commissioni di gestione | Commissioni d'ingresso | Commissioni di uscita | Commissioni di gestione | Commissioni d'ingresso | Commissioni di uscita | Commissioni di gestione | Commissioni d'ingresso | Commissioni di uscita | Commissioni di gestione | Commissioni d'esecuzione | Commissioni di gestione |
| | 1,00% | N.A. | 0,98% | 1,00% | N.A. | 0,10% | 2,50% | 0,75% | 1,80% | 2,00% | N.A. | 1,49% | 1,20% | 0,30% |
| | 3,00% | 1,50% | 1,07% | 2,00% | N.A. | 0,16% | 5,00% | 2,00% | 1,80% | 5,00% | 2,00% | 1,70% | 1,00% | 0,20% |
| | 2,00% | 2,20% | 1,30% | 1,50% | 0,40% | 0,48% | 4,00% | 0,40% | 2,07% | 3,50% | 2,13% | 1,87% | 0,70% | 0,39% |
| | 3,00% | 1,00% | 0,68% | N.A. | N.A. | 0,56% | 5,00% | 1,00% | 1,10% | 0,18% | 0,11% | 0,82% | 0,20% | 0,30% |
| | 3,00% | 5,00% | 0,66% | N.A. | N.A. | 0,25% | 4,00% | 5,00% | 0,94% | 5,00% | 5,00% | 1,02% | 0,35% | 0,23% |
| Media Europa | 2,87% | 1,69% | 1,01% | 1,37% | 1,25% | 0,39% | 3,65% | 2,01% | 1,89% | 3,77% | 2,73% | 1,51% | 0,73% | 0,36% |

Fonte: Commissione Europea, "Distribution systems of retail investment products across the European Union – Final Report 2018"

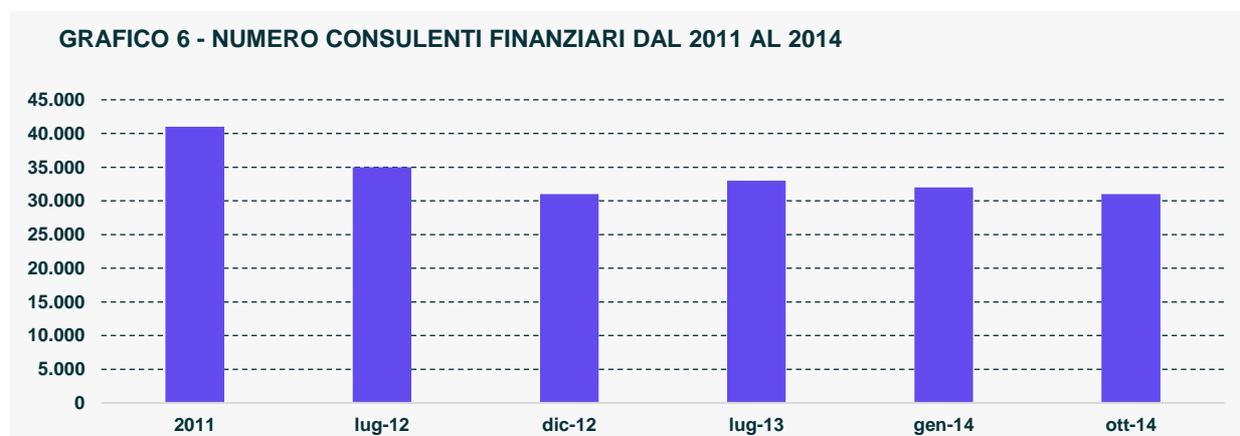
³ La Media Europea fa riferimento ai seguenti paesi: Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Francia, Germania, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Portogallo, Romania, Spagna, Svezia, Regno Unito



Parallelamente alla diminuzione del costo dei prodotti, si è verificato un **allargamento della forbice delle commissioni “on-going”** sui servizi di consulenza “*human based*” (con la fee massima che è passata da 0,75% a 1,00% post RDR). A causa dell'aumento del costo delle commissioni e dello **scarso valore aggiunto** riconosciuto alla consulenza finanziaria (**value for money non più**

adeguato), si è verificata una contrazione della richiesta di **consulenza di tipo tradizionale**, con la diretta conseguenza che una **parte di redditività dei consulenti finanziari è venuta meno** ed il **numero di consulenti** in grado di rimanere profittevoli si è **ridotto ulteriormente**, confermando una tendenza iniziata appena prima dell'entrata in vigore della normativa RDR.

GRAFICO 6 - NUMERO CONSULENTI FINANZIARI DAL 2011 AL 2014



Fonte: FCA, “Financial Advice Market Review - Final report”. Marzo 2016

Come si evince dal grafico sottostante (grafico 7), i consulenti finanziari hanno iniziato a **specializzarsi** verso clienti con un **patrimonio più elevato**. Per soddisfare, invece, le esigenze di investimento delle **fasce di clientela con un patrimonio più contenuto**, hanno iniziato a diffondersi nuovi modelli di servizio:

- servizi di “**guidance only**”, ossia **consigli di investimento** generici e per lo più gratuiti, affiancati a soluzioni “**ready-made-investments**”, portafogli standardizzati differenziati sulla base della propensione al

rischio e che i clienti possono sottoscrivere in autonomia (senza alcun tipo di profilatura finanziaria...);

- **piattaforme** per investimenti “fai da te”, che prevedono il **pagamento di “Account fee” e “Platform fee”**;
- servizi di **consulenza automatizzata** o “**robo-advisor**” (gli asset gestiti attraverso questa tipologia di servizi sono aumentati da **0,8 miliardi di sterline nel 2016 a 3,2 miliardi di sterline nel 2019**).



GRAFICO 7 - ACCESSO AI SERVIZI DI CONSULENZA SULLA BASE DEL PATRIMONIO DETENUTO

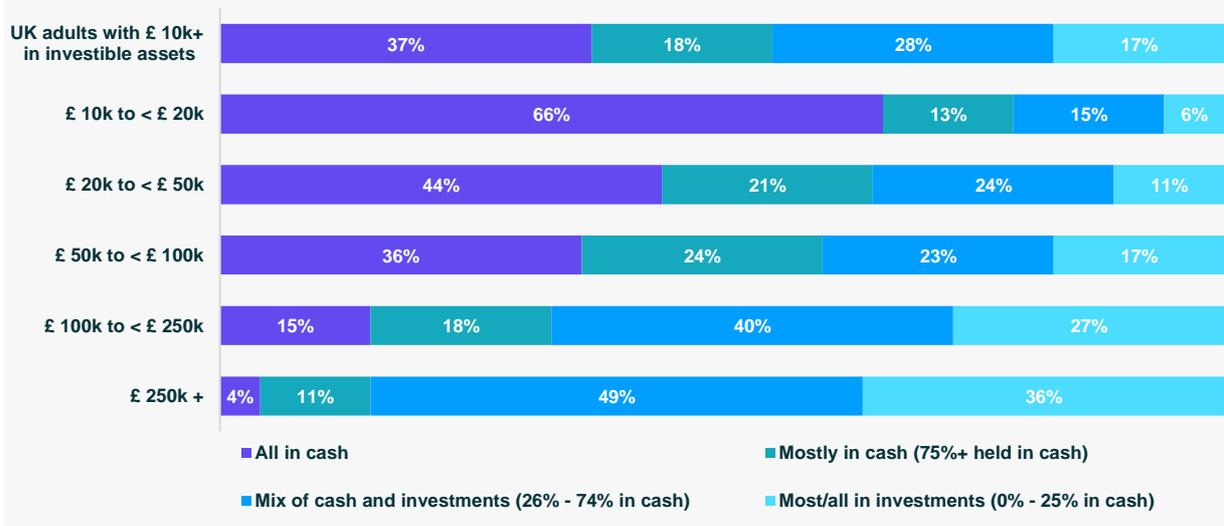


Fonte: FCA, "Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review", Dicembre 2020

La diffusione dei servizi di "guidance only" e della consulenza automatizzata all'interno del mercato britannico è aumentata in modo rilevante negli ultimi anni e sempre meno persone riescono ad accedere ad un servizio di consulenza altamente specializzato. Questa tendenza è resa ancor più evidente dalla scarsa diffusione della cultura del

risparmio investito, che l'introduzione della RDR non sembra aver contribuito a migliorare. In UK, una porzione significativa dei soggetti di età superiore ai 18 anni con un patrimonio superiore alle 10.000 £ non detiene alcun prodotto d'investimento (grafico 8).

GRAFICO 8 - PROPENSIONE INVESTIMENTO SULLA BASE DEL PATRIMONIO DETENUTO



Fonte: FCA, "Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review", Dicembre 2020



QUALI SCENARI ATTENDERSI? QUALI POTENZIALI IMPATTI SUGLI ISTITUTI FINANZIARI?

L'annosa questione del possibile totale ban degli inducements è ancora aperta e in attesa di una definizione da parte della **Commissione Europea** (CE), che dovrebbe fornire un aggiornamento ufficiale il **3 maggio**.

Fra le ipotesi al vaglio da parte della CE non ci sono soltanto il ban degli inducements *tout court* o il mantenimento inalterato dell'attuale regime. La CE potrebbe decidere di adottare **provvedimenti intermedi** quali ad esempio:

- l'**inasprimento dei requisiti normativi** che dimostrino l'incremento della **qualità del servizio** offerto a fronte del percepimento degli inducements, sia in termini di **effettivo miglioramento** della qualità del livello di servizio percepito, sia in termini di **formalizzazione** dei presidi di registrazione e rendicontazione della ammissibilità degli incentivi;
- l'**applicazione parziale** del ban degli inducements con diverse modalità: ad esempio limitando il divieto esclusivamente alle commissioni di ingresso / sottoscrizione, oppure applicando un **valore massimo degli inducements** sulla base della tipologia e delle caratteristiche del prodotto (ad esempio un valore massimo su tutti i fondi con una determinata asset class o appartenenti ad una determinata categoria) limitando in questo modo i conflitti di interesse sul collocamento di una determinata SICAV piuttosto che un'altra.

Ad esclusione dello scenario di mantenimento inalterato dell'attuale regime (scenario poco probabile, dopo il "polverone" sollevato dalla commissaria McGuinness), qualunque sia la decisione della CE, i player finanziari italiani dovranno valutare i **potenziali impatti sui propri modelli di business** ed adeguarsi di conseguenza. Provando a dare un overview sui principali aspetti

da considerare, in relazione agli scenari suddetti, **in caso di solo inasprimento dei requisiti di miglioramento della qualità del servizio** (e assenza di ban), gli impatti saranno decisamente più limitati.

I player dovranno valutare con attenzione:

- l'attuale livello di trasparenza degli incentivi al cliente in fase ex ante ed ex post, ed eventualmente intervenire per **colmare i gap** con quanto richiesto dalla CE;
- il grado di coerenza e proporzionalità fra il livello di incentivi percepiti e il livello della qualità del servizio offerto alla clientela, con eventuale **potenziamento dei servizi a valore aggiunto per la clientela**;
- il livello di conformità dei **presidi di registrazione e rendicontazione** della ammissibilità degli incentivi.

D'altro canto, **in caso di ban degli inducements**, l'effetto sugli attuali modelli di business degli intermediari finanziari potrebbe essere dirompente. Fra i principali macro ambiti da valutare:

- possibili scenari di **aggregazione** fra distributori ed SGR **all'interno del medesimo gruppo societario** per il collocamento di prodotti di risparmio gestito, con la finalità di **trasformare gli incentivi** ad oggi retrocessi dai produttori "captive" ai propri distributori, in **ricavi di gruppo**;
- necessità di avere la **compagnia assicurativa all'interno del gruppo**, per il collocamento di tutte le tipologie di prodotti assicurativi che, a differenza delle gestioni patrimoniali ad esempio, **non** possono essere collocati direttamente dal distributore finale;
- scelta di offrire prodotti in architettura aperta o architettura chiusa. Nella suddetta ottica di aggregazione fra distributore e produttore



“captive”, gli intermediari finanziari potrebbero spingere commercialmente ancor di più il **collocamento di prodotti della casa** con la finalità di mantenere i ricavi all'interno del gruppo, e di **ricorrere all'offerta in prodotti di terzi** (pur rischiando di perdere appeal e competitività sul mercato) **soltanto a determinate condizioni**: all'interno di un **servizio di consulenza a pagamento**, dove l'ammontare della retrocessione mancante viene compensata dalla fee di consulenza pagata dal cliente, oppure all'interno di **wrapper finanziari collocati direttamente dal distributore**, per i quali la fee di consulenza è ricompresa nel prodotto stesso;

Da non sottovalutare è l'impatto che passa dalla **revisione dei modelli di servizio dei distributori**, nello specifico per quanto riguarda l'erogazione della **consulenza finanziaria**. Un ban completo degli inducements obbligherebbe la transizione ad un **modello di consulenza finanziaria “fee only”**; consulenza finanziaria che ad oggi in Italia viene offerta gratuitamente alla clientela, ad eccezione dei servizi di consulenza evoluta a pagamento, per i quali tuttavia, nelle banche reti dove tali servizi hanno raggiunto un'elevata maturità, si registra una penetrazione target non superiore al 20% delle masse complessive gestite.

Se da un lato gli istituti finanziari dovrebbero essere in grado di sviluppare la “cultura” della **consulenza finanziaria a pagamento** (sia con le proprie reti distributive, sia ovviamente con la clientela finale), dall'altro, l'obiettivo è quello di **targetizzare la clientela** al fine di **differenziare il pricing e la sofisticazione del modello di servizio erogato**.

Se infatti la fascia alta della clientela sarebbe probabilmente disposta a pagare una fee per una consulenza a valore (pianificazione finanziaria integrata, una gestione patrimoniale ottimizzata, un accesso privilegiato ai mercati e ai prodotti finanziari, e una relazione fiduciaria con il consulente...) sufficientemente alta da garantire ai consulenti finanziari una remunerazione simile a

quella attuale (considerando ad oggi i rebates), i clienti di fascia più bassa non sarebbero in grado di sostenere questo costo.

Sfruttando l'esperienza anglosassone, le banche potrebbero creare un **“investor portal”** per tutti quei clienti meno abbienti o meno interessati alla consulenza finanziaria personalizzata che comunque vogliono investire i loro risparmi, all'interno del quale offrire **nuovi modelli di servizio “a scaffale”**, più economici (per il cliente) della consulenza finanziaria tradizionale, e più efficienti per l'intermediario:

- **consulenza finanziaria “guided”**, basata su un importante supporto tecnologico in termini di servizi e prodotti ai consulenti finanziari tradizionali, o a nuovi gestori di sede in grado di erogare la consulenza finanziaria a distanza tramite l'utilizzo di canali digitali o telefonici;
- **robo advisory**, erogata direttamente sul cliente finale con algoritmi in grado di selezionare i migliori prodotti e ribilanciare il portafoglio con cadenza prestabilita o ad evento;
- per i clienti già oggi abituati all'operatività “fai da te” invece, le banche potrebbero valutare di **evolvere e potenziare le piattaforme** di investimento **self** con **contenuti a valore aggiunto** (ad esempio analisi evolute sugli strumenti finanziari in termini di composizione, rischio, performance; funzionalità di confronto; informativa finanziaria real time...) introducendo un **canone** per l'utilizzo.

In questo scenario di incertezza, ad oggi, l'unica azione concertata sul mercato arriva dalla Germania. **Deutsche Bank**, a febbraio 2023, ha modificato la struttura dei prezzi del servizio di consulenza base (gratuito per tutti i clienti investitori) introducendo una **fee annuale del 0,132%** applicata al saldo medio trimestrale relativo alla raccolta amministrata e agli investimenti in fondi comuni (gestioni patrimoniali e polizze sono escluse dal calcolo della fee). Una “mosca bianca”, o l'inizio di una rivoluzione?



Francesco Noviello
Partner

e*Finance Consulting Reply

Mobile: +39 347 5643916
E-mail: f.noviello@reply.it



Davide Centonze
Partner

e*Finance Consulting Reply

Mobile: +39 338 1749979
E-mail: d.centonze@reply.it



Riccardo Giorgi
Manager

e*Finance Consulting Reply

Mobile: +39 340 8962406
E-mail: ri.giorgi@reply.it

E*FINANCE CONSULTING REPLY

e*finance consulting Reply è la società del gruppo Reply specializzata in servizi di consulenza manageriale per le financial institution. Accompagniamo i nostri clienti nel definire e realizzare le proprie linee strategiche attraverso la declinazione di nuovi modelli di business e distributivi, l'evoluzione di processi e strumenti operativi ed il disegno di nuovi prodotti e servizi. sempre più spesso, questo significa intraprendere un percorso di digital transformation che richiede la capacità di coniugare competenza di settore con piena padronanza dell'innovazione tecnologica e la capacità di declinarla in modo rilevante per il business.