Value for Money, inducements e crescita degli AUM: l'impatto della Retail Investment Strategy sulla piazza finanziaria svizzera

Francesco Maria Mainardis

Svizzera, 10 Luglio 2026

Cite as: Mainardis, F. (202G). Value for Money, inducements e crescita degli AUM: l'impatto della Retail Investment Strategy sulla piazza finanziaria svizzera.

Abstract: La Retail Investment Strategy (RIS) segna un passaggio decisivo nella regolazione europea degli investimenti retail, poiché nel perseguire una maggiore tutela degli investitori, non si limita a potenziare gli obblighi informativi, ma interviene direttamente sul rapporto tra produttori, distributori, consulenti e clienti, imponendo una logica orientata al risultato, *al value for money* e alla qualità effettiva della consulenza. Il presente contributo analizza le principali novità della riforma - *inducements*, *product governance*, *disclosure* dei costi, KID PRIIPs, marketing, fin influencer, consulenza semplificata e nuova soglia di *opt-up* professionale - evidenziandone il potenziale impatto sull'industria finanziaria europea e sulla piazza svizzera.

Il profilo più sensibile riguarda gli *inducements*. Pur non introducendo, allo stato, un divieto generalizzato, la RIS consolida una traiettoria regolatoria che potrebbe condurre, in caso di risultati insufficienti, a restrizioni più incisive o a futuri divieti. Ciò rappresenta una minaccia per modelli distributivi fondati su retrocessioni, margini incorporati e architetture di prodotto poco trasparenti, con possibili effetti su costi di *compliance*, redditività e competitività degli operatori, in particolare per quelli attivi su base transfrontaliera.

Per la Svizzera, l'impatto sarà prevalentemente indiretto ma rilevante e si manifesterà attraverso una maggiore pressione competitiva, una progressiva convergenza regolatoria, l'adeguamento dei prodotti destinati alla clientela europea e la crescente centralità della trasparenza, del *value for money*, della comparabilità dei costi e del *best interest*, rafforzato attraverso la disciplina degli *inducements*. La RIS può tuttavia offrire anche opportunità, rafforzando la fiducia degli investitori, aumentando la partecipazione ai mercati dei capitali europei e svizzeri e stimolando nuovi modelli digitali. Ulteriori spazi innovativi potrebbero derivare dalla consulenza semplificata, dal più ampio accesso della clientela retail evoluta alla classificazione professionale e dallo sviluppo di strumenti online e soluzioni fintech B2B e B2C per la comparazione, l'analisi e il supporto decisionale, anche nel futuro ecosistema ESAP[1]. La sfida, per la

[1] ESAP (European Single Access Point) è il punto unico europeo di accesso centralizzato alle informazioni pubbliche rilevanti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità, istituito dal Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 dicembre 2023.

piazza svizzera, sarà anticipare selettivamente il cambiamento, trasformando una pressione regolatoria in vantaggio competitivo.

Introduzione generale

Il presente paper intende analizzare i recenti sviluppi della Retail Investment Strategy dell'Unione europea, chiarendone i possibili effetti dirompenti per l'industria finanziaria europea e valutandone l'impatto, diretto e indiretto, sulla piazza finanziaria svizzera. L'obiettivo non è fornire un'esposizione esaustiva dell'intero pacchetto normativo, ma isolare gli aspetti più rilevanti per il *wealth management*, per la distribuzione di prodotti d'investimento e per i modelli economici fondati sulla consulenza e sulla percezione di retrocessioni e *inducements*.

La Retail Investment Strategy[2] si inserisce nel più ampio processo di costruzione della Savings and Investments Union[3], evoluzione concettuale e politica della Capital Markets Union[4]. La finalità di fondo è rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali nell'economia europea, favorendo la partecipazione degli investitori retail e riducendo la tradizionale dipendenza del tessuto produttivo europeo dal credito bancario. L'idea sottostante è che, senza una maggiore canalizzazione del risparmio privato verso strumenti di mercato, l'Europa difficilmente potrà finanziare in modo competitivo le transizioni strategiche dei prossimi anni: sostenibilità ambientale, digitalizzazione, intelligenza artificiale, innovazione industriale e rafforzamento della competitività globale.

La RIS nasce quindi dalla consapevolezza che gli investitori retail europei partecipano ancora in misura insufficiente ai mercati dei capitali e spesso faticano a comprendere e comparare le soluzioni disponibili. Essi possono inoltre essere esposti a pratiche di marketing potenzialmente fuorvianti, soprattutto nei canali digitali, sostenere costi talvolta ingiustificatamente elevati e subire distorsioni nel processo consulenziale derivanti da conflitti d'interesse o incentivi economici non pienamente allineati al loro miglior interesse[5]. Il legislatore europeo non si limita più a rafforzare o aumentare la *disclosure*, ma tende progressivamente verso una regolazione orientata al risultato (*outcome-based regulation*). L'obbligo di informare il cliente, pur restando essenziale, non è più considerato sufficiente: la regolazione interviene anche sulla qualità sostanziale dell'offerta, richiedendo che i prodotti destinati alla clientela retail offrano effettivamente *value for money* e che costi e oneri siano giustificati e proporzionati rispetto alla performance e agli altri benefici offerti.

---

[2] Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*;
Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 1285/2014 per quanto riguarda la modernizzazione del documento contenente le informazioni chiave.*

[3] Commissione europea, *Savings and Investments Union: A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*, COM(2025) 124 final, 19 marzo 2025.

[4] Commissione europea, *A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan*, COM(2020) 590 final, 24 settembre 2020.

[5] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio,* considerando 2;
ESMA (202G), *Report on the Retail Investor Journey: Understanding Retail Participation in Capital Markets, ESMA35-243228190-7410,* 12 marzo 202G.

Sotto il profilo tecnico, la RIS è parte di un pacchetto normativo composto da una direttiva *omnibus*, che modifica MiFID II, Solvency II, UCITS, AIFMD e IDD, e da un regolamento che modifica il Regolamento PRIIPs, con particolare riguardo alla modernizzazione del Key Information Document (KID). L'iter legislativo è stato complesso e politicamente sensibile, soprattutto in materia di *inducements*. Dopo la proposta della Commissione, le posizioni del Parlamento europeo e del Consiglio hanno mostrato divergenze significative, in particolare sulla possibilità di introdurre un divieto generalizzato degli incentivi. Il 18 dicembre 2025 i colegislatori hanno raggiunto un accordo politico provvisorio[6], successivamente confluito nei testi consolidati del maggio 2026. Il contenuto normativo di Livello 1 può pertanto considerarsi sostanzialmente definito, sebbene, alla data di aggiornamento del presente contributo, restino da completare l'adozione formale da parte del Parlamento europeo e del Consiglio e la pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. La direttiva prevede un termine di 24 mesi per il recepimento, mentre le disposizioni nazionali dovranno essere applicate a decorrere da 30 mesi dopo la sua entrata in vigore. Anche il regolamento di modifica del Regolamento PRIIPs diverrà applicabile, in linea generale, 30 mesi dopo la propria entrata in vigore. Restano tuttavia da definire numerosi profili applicativi attraverso misure di Livello 2, inclusi atti delegati della Commissione e RTS e ITS elaborati dalle autorità europee di vigilanza e successivamente adottati dalla Commissione.

I temi principali della RIS sono:

- *value for money*;
- *inducements*;
- riarticolazione del *best interest*[7];
- introduzione di un regime di consulenza semplificata;
- revisione dei criteri per la classificazione dei clienti professionali;
- alfabetizzazione finanziaria, marketing e *fininfluencer*;
- revisione del KID PRIIPs, disclosure di costi e oneri;
- rafforzamento dei poteri di vigilanza delle autorità nazionali.

---

[6] Consiglio dell'Unione europea (2025), *Retail Investment Strategy: Council and Parliament Agree on Package to Empower Consumers while Boosting Markets, comunicato stampa*, 18 dicembre 2025;
Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio;*
Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 1285/2014 per quanto riguarda la modernizzazione del documento contenente le informazioni chiave.*

[7] Il testo finale attenua sensibilmente il *best interest test* previsto nelle precedenti versioni del testo, eliminando il nuovo art. 24, par. 1a, MiFID II, che avrebbe imposto obblighi specifici sulla gamma di strumenti da valutare e sulla raccomandazione degli strumenti più efficienti in termini di costi tra quelli idonei e con caratteristiche simili.
Cfr. Commissione europea (2023), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, art. 1, punto 12, lett. b), nuovo art. 24, par. 1a, MiFID II;
Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*.

Il presente contributo si concentra principalmente sulla direttiva RIS e, in misura minore, sul regolamento di modifica del Regolamento PRIIPs. Per ragioni di chiarezza, non esamina autonomamente il settore assicurativo, pur riconoscendone la centralità nel disegno complessivo della riforma e la particolare rilevanza ai fini del *value for money*, poiché i prodotti d'investimento assicurativi possono combinare costi del *wrapper* e degli investimenti sottostanti e incorporare benefici qualitativi, quali garanzie e coperture assicurative, che possono concorrere a giustificare costi più elevati.

I temi approfonditi saranno quindi il *value for money*, gli *inducements*, la consulenza semplificata e la classificazione della clientela professionale. Le questioni relative ad alfabetizzazione finanziaria, marketing finanziario, *fininfluencer*, maggiori poteri di vigilanza e revisione del KID PRIIPs saranno richiamate solo nei limiti necessari a inquadrare la riforma.

La rilevanza della RIS per la Svizzera

La Svizzera è rilevante in questa analisi per almeno tre ragioni. In primo luogo, la piazza finanziaria elvetica è profondamente interconnessa con l'Europa, sia sul piano commerciale sia sul piano regolatorio. In secondo luogo, il settore svizzero del *wealth management* dipende in larga misura da clientela internazionale, da strutture transfrontaliere e da prodotti di investimento paneuropei, inclusi fondi lussemburghesi, irlandesi o altri veicoli destinati a investitori europei. In terzo luogo, l'evoluzione regolatoria europea ha già dimostrato di poter esercitare una forte influenza indiretta sul diritto svizzero.

L'influenza della MiFID II sulla Legge federale sui servizi finanziari (LSerFi) e sulla Legge federale sugli istituti finanziari (LIsFi) costituisce il precedente più evidente. Anche la regolamentazione europea in materia di finanza sostenibile ha prodotto effetti significativi sulla piazza svizzera, sia per ragioni di accesso al mercato sia per esigenze reputazionali e competitive. Il cosiddetto *Brussels effect*[8] non opera sempre mediante obblighi giuridici diretti, ma spesso attraverso standard di mercato, richieste della clientela e aspettative degli investitori istituzionali. A ciò si aggiungono le pressioni legate all'equivalenza, le policy delle case prodotto e la necessità di mantenere un *level playing field* con gli operatori europei.

Il più ampio contesto del pacchetto Svizzera-UE (Bilaterali III)[9] rafforza questa prospettiva. Pur non riguardando il settore finanziario, esso testimonia una più ampia volontà politica di consolidare e sviluppare i rapporti tra la Svizzera e l'Unione europea. In tale quadro, appare ancora più attuale la riflessione sull'evoluzione dei rapporti regolatori anche in ambito finanziario, soprattutto nei settori in cui la piazza svizzera opera in stretta prossimità commerciale con il mercato europeo.

La riflessione è inoltre opportuna perché il settore finanziario svizzero non vive più la fase di espansione incontestata del passato. La crisi di Credit Suisse e la sua incorporazione in UBS hanno profondamente modificato gli equilibri della piazza. Il dibattito sul rafforzamento del regime *too big to fail*, i nuovi requisiti patrimoniali proposti dal Consiglio federale e le crescenti preoccupazioni per i costi di vigilanza e gli oneri regolatori[10] mostrano che la competitività del settore non può essere data per acquisita. In tale contesto, l'adeguamento, anche solo indiretto, agli standard e alle finalità della RIS può rappresentare una minaccia,

---

[8] Bradford, A. (2020), *The Brussels Effect: How the European Union Rules the World, Oxford University Press.*

[9] Cfr. Consiglio federale / DFAE, *Messaggio relativo al Pacchetto «stabilizzazione e sviluppo delle relazioni Svizzera-UE (Bilaterali III)»*, 13 marzo 202G.

[10] Cfr. Commissione dell'economia e dei tributi del Consiglio nazionale (2026), *postulato 26.4048, Valutazione della struttura e della prassi di vigilanza sul mercato finanziario*, 23 giugno 2026.

aumentando i costi di *compliance* e la pressione sui margini. Può però costituire anche un'opportunità, rafforzando la fiducia degli investitori, migliorando la qualità dell'offerta e favorendo nuovi afflussi di capitale verso mercati e intermediari più trasparenti.

La questione centrale è se l'adeguamento debba essere formale o sostanziale. Un adeguamento meramente formale sarebbe il peggiore degli scenari: aumenterebbe i costi senza produrre benefici reali per investitori e mercati. Al contrario, un adeguamento sostanziale potrebbe trasformare la RIS in una leva competitiva, anticipando standard destinati a diventare centrali anche fuori dall'Unione europea.

Dal modello di disclosure alla regolazione orientata agli esiti

La RIS segna un passaggio concettuale importante. La regolazione finanziaria europea ha tradizionalmente attribuito un ruolo centrale alla *disclosure*, imponendo che il cliente riceva informazioni complete, comprensibili e tempestive per poter assumere decisioni consapevoli. Questo approccio resta centrale, ma viene progressivamente integrato da una logica più sostanziale. Il legislatore europeo prende atto che la semplice informazione non sempre è sufficiente, soprattutto quando il cliente retail non dispone di conoscenze tecniche adeguate, quando i documenti sono troppo complessi o quando i costi del prodotto sono opachi o difficilmente comparabili[11].

La RIS muove quindi verso una regolazione *outcome-based* dove l'intermediario e il produttore non devono soltanto informare il cliente, ma devono dimostrare che il prodotto distribuito, il servizio prestato e il costo sopportato siano coerenti con il miglior interesse dell'investitore e con un concreto rapporto qualità-prezzo. In questo senso, la RIS interviene nel cuore del rapporto tra *manufacturer*, *distributor*, consulente e cliente retail.

Questa impostazione incide direttamente sui modelli di business fondati sulla distribuzione remunerata da terzi. Gli *inducements* non vengono vietati in modo generalizzato, ma sono sottoposti a condizioni più stringenti e devono, tra l'altro, procurare un beneficio tangibile al cliente. La direzione regolatoria appare quindi orientata non all'abbandono immediato del modello commissionale, bensì a un controllo più rigoroso, a una maggiore trasparenza e a una più incisiva gestione dei conflitti d'interesse. Il testo prevede inoltre un riesame futuro dell'efficacia della disciplina, che potrebbe condurre a restrizioni più incisive, fino a un possibile divieto degli *inducements*, qualora il nuovo quadro si rivelasse inadeguato a prevenire pregiudizi agli investitori retail[12].

Value for Money

Il *value for money* è uno degli elementi più innovativi e potenzialmente più impattanti della RIS. La riforma introduce un processo di valutazione mediante il quale i produttori e, ove applicabile, i distributori devono

[11] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 2.

[12] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 9 e art. 1, punto 13, nuovo art. 24a MiFID II, par. 8.

identificare e quantificare tutti i costi e gli oneri associati al prodotto, inclusi gli *inducements*, e verificare che siano giustificati e proporzionati alla luce della performance, dei benefici attesi, delle caratteristiche, degli obiettivi e della strategia del prodotto. La valutazione richiede il confronto dei costi, degli oneri e della performance del prodotto con quelli di un gruppo di strumenti aventi caratteristiche simili[13].

Tale processo non equivale a un controllo amministrativo dei prezzi e la RIS non impone prezzi massimi ai prodotti finanziari[14]. Introduce tuttavia un meccanismo di disciplina indiretta del mercato fondato sulla *product governance*, sulla comparabilità con i *peer group* e sull'obbligo di giustificare costi e oneri. Un prodotto più costoso potrà quindi essere approvato, prodotto, commercializzato o distribuito solo se i maggiori costi risultano giustificati e proporzionati rispetto alla performance, alle caratteristiche e ai benefici attesi.

Il *value for money* sarà quindi valutato nell'ambito dei processi di *product governance*. I *manufacturer* dovranno integrare la valutazione nel processo di approvazione del prodotto e nel riesame periodico. I distributori, a loro volta, dovranno valutare gli elementi che dipendono dalla distribuzione e dai costi da essi applicati, soprattutto quando tali componenti non siano già considerate dal produttore[15]; potranno fare affidamento sulla valutazione di quest'ultimo quando essa comprenda integralmente anche i costi della distribuzione. Ne deriva una responsabilizzazione di tutti i soggetti coinvolti lungo l'intera catena del valore.

La valutazione dovrà considerare, tra l'altro, i costi e gli oneri, la performance, le caratteristiche e gli obiettivi del prodotto, la strategia di distribuzione, il *target market* e gli altri benefici offerti. Le informazioni sulla performance potranno comprendere, ove significative, la performance passata e scenari prospettici fondati su dati realistici e ipotesi plausibili. L'analisi sarà svolta mediante confronto con *peer group*, cioè gruppi di prodotti comparabili in base a criteri di omogeneità. Tali criteri potranno includere:

- il periodo di detenzione raccomandato;
- il profilo di rischio;
- la strategia d'investimento;
- la strategia di distribuzione;
- gli obiettivi d'investimento;
- il *target market*;
- le cedole e rendimenti definiti;
- le caratteristiche di sostenibilità;
- la natura attiva o passiva della gestione[16].

---

[13] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 10 e 11, nonché art. 1, punto 9, nuovo art. 1G-a MiFID II, parr. 1 e 2.

[14] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 13d e art. 1, punto 9, nuovo art. 1G-a MiFID II.

[15] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio,* considerando 12a e art. 1, punto 9, nuovo art. 1G-a MiFID II, par. 2.

[1G] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in*

Potranno essere utilizzati ulteriori criteri, purché necessari ad assicurare l'accuratezza, l'affidabilità e l'oggettività del confronto. Il *peer group* dovrà comprendere un numero rappresentativo di strumenti offerti o raccomandati negli Stati membri in cui il prodotto sarà distribuito e, ove fattibile e proporzionato, in altri Stati membri nei quali siano distribuiti strumenti comparabili. Il *peer group* dovrà essere costruito sulla base di dati appropriati e affidabili, ricavati dai KID PRIIPs, dalle statistiche pubblicate dall'ESMA su costi e performance oppure da dati messi a disposizione delle imprese, su base non discriminatoria, dalle associazioni professionali. In prospettiva, le statistiche dell'ESMA potranno avvalersi anche delle informazioni su costi e oneri rese accessibili attraverso l'ESAP. Per i derivati, invece, in un'ottica più prudenziale, il confronto con il *peer group* sarà limitato ai costi e oneri, inclusi gli *inducements*.

Il confronto con i *peer group* serve a individuare eventuali *outlier*. Un prodotto che si collochi a distanza significativa dai costi o dalla *performance* media del gruppo di riferimento, a danno del cliente, dovrà essere sottoposto a verifiche ulteriori. Se il valore non è giustificato, il *manufacturer* o il distributore dovranno adottare misure correttive, che possono arrivare fino alla cessazione dell'offerta o della raccomandazione. In assenza di un risultato di *value for money* ritenuto valido, il distributore non potrà offrire o raccomandare il prodotto[17].

Questa novità può essere letta come un rischio per gli operatori, perché aumenta gli oneri organizzativi, documentali e di *compliance*. Tuttavia, può anche diventare un elemento positivo, poiché un processo robusto di *value for money* riduce il rischio di reclami, controversie e danni reputazionali e consente agli intermediari più trasparenti di differenziarsi da operatori che distribuiscono prodotti costosi o scarsamente giustificabili.

Le implicazioni del nuovo processo di valutazione non si esauriscono però nel controllo del singolo prodotto, ma investono anche l'architettura complessiva della gamma distributiva. La medesima strategia d'investimento o esposizione economica può infatti essere resa accessibile attraverso classi, canali e modelli di servizio diversi, tra cui soluzioni istituzionali, retail o *clean*, piattaforme distributive, consulenza bancaria, *private banking* e mandati intermediati. In tali casi, il confronto tra *peer group* al livello del *manufacturer* può non bastare a cogliere il costo complessivo per il cliente finale, poiché una parte rilevante del valore - o del costo - dipende dal distributore, dagli *inducements*, dalla consulenza, dalla piattaforma, dalla custodia o dal *reporting* aggiuntivo.

La RIS potrebbe quindi incidere anche sulla costruzione della gamma di prodotti e sulla distribuzione economica del valore lungo la catena produttiva e distributiva. L'ampiezza dell'offerta non rappresenta necessariamente, di per sé, un valore, poiché ogni *asset manager* e ogni prodotto inseriti nella piattaforma comportano ulteriori oneri di *due diligence*, monitoraggio, rendicontazione, controllo dei costi, verifica del *target market* e gestione dei conflitti. Ne potrebbe derivare un'evoluzione dall'*open architecture* pura verso

materia di tutela degli investitori al dettaglio, art. 1, punto 9, nuovo art. 1G-a MiFID II, par. 2a, lett. a)-i) nonché par. 2b.

[17] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio,* considerando 12c e art. 1, punto 9, nuovo art. 1G-a MiFID II, par. 4.

modelli di *guided architecture*, nei quali i distributori selezionano una gamma sufficientemente ampia ma più circoscritta di soluzioni efficienti, documentabili e difendibili sotto il profilo del *value for money*[18].

Questa evoluzione potrebbe favorire una maggiore centralizzazione, presso i distributori, della selezione della gamma offerta alla clientela, accrescere il peso dei prodotti interni o semi-interni oppure determinare *partnership* più strette con *asset manager*, *management company* e piattaforme distributive. Tali collaborazioni consentirebbero di progettare *ex ante* prodotti coerenti con il *target market*, il canale distributivo, il livello del servizio e il costo complessivo per il cliente. I *manufacturer* più efficienti potrebbero, a loro volta, utilizzare il *value for money* come leva per rinegoziare gli accordi di *revenue sharing*, sviluppare canali diretti o integrare prodotti semplici, diversificati ed efficienti in termini di costi con servizi digitali e modelli di consulenza semplificata.

Per la Svizzera l'impatto sarà innanzitutto indiretto. Gli operatori svizzeri che producono, selezionano, consigliano o distribuiscono prodotti destinati anche a clientela europea dovranno confrontarsi con questi standard. Fondi lussemburghesi o paneuropei gestiti o promossi da gruppi svizzeri saranno particolarmente esposti. Anche gli intermediari domestici, pur non direttamente soggetti alla RIS, potrebbero subire una pressione competitiva: se la clientela europea si abitua a report, comparazioni e valutazioni *value for money* più chiare, sarà sempre più difficile giustificare modelli meno comparabili. Inoltre, per strumenti fabbricati da entità non soggette a UCITS, AIFMD o MiFID II, il distributore europeo non potrà fare affidamento sulla valutazione *value for money* del *manufacturer* e dovrà quindi svolgere una propria valutazione.

Inducements e retrocessioni

Il tema degli *inducements* è il punto politicamente più sensibile della RIS. Gli incentivi (*inducements*) sono pagamenti, commissioni o benefici monetari o non monetari corrisposti, forniti o ricevuti dalle imprese di investimento, dalle imprese di assicurazione o dagli intermediari assicurativi a o da soggetti diversi dal cliente o da una persona che agisce per suo conto[19]. Essi svolgono un ruolo significativo nella distribuzione dei prodotti d'investimento retail e costituiscono una componente essenziale del modello economico di molte reti bancarie e distributive.

La normativa europea già disciplina gli incentivi, ammettendoli solo a determinate condizioni. Nel quadro vigente, essi devono essere concepiti per accrescere la qualità del servizio prestato e non devono pregiudicare il dovere dell'intermediario di agire in modo onesto, equo e professionale nel miglior interesse del cliente[20].

---

[18] Cfr. Schmidt, J. e Talmon, E. (2023), *Retail Investment Strategy - Threats to the Business and Revenue Models of Asset Managers and Distributors on the Horizon, EY Luxembourg,* 20 giugno 2023.

[19] Per *inducement scheme* si intende l'insieme degli accordi che regolano il pagamento, la prestazione e la ricezione degli *inducements*, incluse le condizioni alle quali essi sono pagati o ricevuti. La nozione può quindi ricomprendere anche accordi contrattuali tra produttore e distributore, nei quali il produttore corrisponde commissioni o altri benefici per accedere alla rete distributiva o incentivare la distribuzione dei propri prodotti.
Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 3 e art. 1, punto 3, modifiche all'art. 4, par. 1, MiFID II, nuovi nn. G8b e G8c.

[20] Cfr. Direttiva 2014/G5/UE («MiFID II»), art. 24, par. 9;

La RIS rafforza questa impostazione, introducendo criteri più stringenti e un test di ammissibilità maggiormente uniformato.

Gli incentivi dovranno fondarsi su un metodo di calcolo chiaro, comprensibile e trasparente, procurare un beneficio tangibile al cliente ed essere proporzionati al valore dello strumento finanziario e al livello del servizio prestato[21]. Non potranno prevedere soglie variabili o contingenti, né acceleratori collegati al raggiungimento di obiettivi fondati sul volume o sul valore delle vendite, e dovranno essere identificabili separatamente rispetto ad altre commissioni, remunerazioni o benefici non monetari. Questa limitazione mira a evitare che la struttura remunerativa induca l'intermediario a privilegiare prodotti per lui più remunerativi, ma meno rispondenti alle esigenze del cliente o meno efficienti in termini di costi. Inoltre, la comunicazione al cliente dovrà illustrare il concetto di *inducement*, il potenziale conflitto d'interesse e il suo impatto sui costi complessivi e sui rendimenti attesi.

La riforma non introduce, allo stato, un divieto generalizzato degli *inducements*. Il testo consente tuttavia agli Stati membri, a determinate condizioni, di introdurre divieti o restrizioni ulteriori[22] e prevede una clausola di riesame a cinque anni. La Commissione dovrà valutare gli effetti degli incentivi sugli investimenti retail e, se necessario, proporre un ulteriore rafforzamento del quadro normativo. La previsione del riesame lascia quindi aperta la possibilità che, qualora il nuovo quadro non produca risultati sufficienti, il legislatore europeo torni a considerare restrizioni più radicali, fino a un divieto più ampio.

È però importante evitare una lettura eccessivamente semplicistica, secondo cui gli *inducements* sono necessariamente contrari all'interesse dei clienti. Infatti, la loro cattiva reputazione deriva storicamente anche dal fatto che, in passato, molti pagamenti erano opachi o non pienamente compresi dagli investitori. Oggi, invece, la disciplina di *disclosure* trasparenza ha reso il fenomeno più visibile. Inoltre, l'esperienza britannica successiva al Retail Distribution Review[23] mostra che il divieto delle commissioni può produrre un *advice gap*, poiché alcune fasce di clientela non sono disposte a sostenere una parcella esplicita e finiscono per rinunciare alla consulenza. Come osservato in dottrina[24], l'attività distributiva deve comunque essere remunerata e il divieto degli incentivi rischierebbe di trasferirne direttamente il costo sul cliente,

---

Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, art. 1, punto 13, nuovo art. 24a MiFID II, par. 3.

[21] La verifica del criterio di tangibilità e proporzionalità non deve necessariamente avvenire per ciascun cliente individuale, potendo essere effettuata per gruppi omogenei di clienti che ricevano benefici simili. Il beneficio deve comunque essere collegato a utilità effettive, quali ampiezza della gamma considerata (anche di terze parti), monitoraggio periodico dell'adeguatezza e/o dell'*asset allocation* e, infine, accesso a strumenti informativi e *tool* di monitoraggio e modellizzazione di portafoglio.

Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, art. 1, punto 13, nuovo art. 24a MiFID II, par. 3.

[22] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio, considerandi 5a e 9, nonché art. 1, punto 13, nuovo art. 24a MiFID II, parr. 8 e 8a.*

[23] Cfr. Financial Conduct Authority (FCA), *Conduct of Business Sourcebook* (COBS), COBS G.1A.4R, *Requirement to be paid through adviser charges*; FCA, *Adviser charging rules*, aggiornato al 5 febbraio 202G.

[24] Cfr. Mocci, F. (2023), *La disciplina degli incentivi nella Retail Investment Strategy, Diritto Bancario,* 24 luglio 2023.

determinando l'insolita situazione in cui l'acquirente remunera separatamente il produttore e il distributore del medesimo prodotto.

Da questa prospettiva, gli *inducements* possono contribuire all'accesso democratico alla consulenza finanziaria, soprattutto per patrimoni medio-piccoli. Il punto non dovrebbe essere la loro eliminazione automatica, ma la verifica che essi finanzino un servizio reale, utile e proporzionato. In altri termini, il problema non è l'esistenza dell'incentivo, bensì la sua opacità, la sua sproporzione o la sua capacità di condizionare la raccomandazione.

Per la Svizzera il tema è particolarmente delicato. Retrocessioni e compensi di distribuzione sono storicamente parte del modello economico del *wealth management* elvetico, come testimonia già la *Courtage-Konvention* del 1985. La Legge federale sui Servizi Finanziari (LSerFi)[25] non ha introdotto un divieto generale, ma si fonda su informazione, trasparenza, rinuncia consapevole e gestione dei conflitti. Tuttavia, se la traiettoria europea dovesse evolvere verso una maggiore restrizione, gli operatori svizzeri potrebbero subire pressioni competitive e reputazionali crescenti. La sfida, per la Svizzera, sarà preservare le specificità del proprio modello, assicurando al contempo un adeguato grado di coerenza con l'evoluzione europea in materia di *best interest*, *value for money* e trasparenza.

Allo stesso tempo, questa situazione può rappresentare un'opportunità. Gli operatori svizzeri che, nel rispetto degli obblighi di restituzione o, in alternativa, di valida rinuncia e di gestione dei conflitti, sapranno dimostrare che gli incentivi trattenuti finanziano un servizio reale, utile e proporzionato per il cliente, potranno trasformare un potenziale punto debole in un vantaggio competitivo. L'argomento centrale, quindi, non sarà più "gli incentivi sono ammessi", ma "gli incentivi finanziano un servizio proporzionato, documentato e utile al cliente".

Consulenza semplificata

Un ulteriore ambito di intervento della RIS riguarda il percorso del cliente ("*retail investor journey*") e gli ostacoli che possono scoraggiare l'accesso ai mercati finanziari. In merito, il legislatore europeo riconosce che la consulenza tradizionale può essere costosa, complessa e poco accessibile per ampie fasce di investitori retail[2G]. Per questo introduce un regime di consulenza semplificata[27].

La consulenza semplificata mira a rendere più agevole e meno oneroso l'accesso a raccomandazioni d'investimento su prodotti ben diversificati, non complessi ed efficienti in termini di costi. L'elemento più significativo è la possibilità di non acquisire e valutare informazioni sulle conoscenze e sull'esperienza del cliente, né sulla composizione del suo portafoglio. Restano tuttavia da considerare gli altri elementi della situazione finanziaria, compresa la capacità di sostenere perdite, nonché le esigenze e gli obiettivi d'investimento, le eventuali preferenze di sostenibilità e la tolleranza al rischio.

---

[25] Legge federale del 15 giugno 2018 sui servizi finanziari (LSerFi; RS 950.1).

[2G] Cfr. ESMA, *Report on the retail investor journey: understanding retail participation in capital markets*, ESMA35-243228190-7410, 12 marzo 202G.

[27] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 8, nonché art. 1, punto 14, lett. a), modifiche all'art. 25 MiFID II, in particolare par. 2.

Il cliente dovrà inoltre essere preventivamente informato della natura circoscritta della consulenza. Questa novità può essere letta come una risposta europea all'*advice gap*. Quando gli oneri regolamentari e operativi rendono la consulenza economicamente sostenibile soltanto per clienti con patrimoni elevati, i piccoli risparmiatori rischiano di rimanere esclusi. Il valore di questa clientela non dovrebbe tuttavia essere misurato soltanto in funzione degli AUM immediatamente acquisiti. Esso dipende anche dalla capacità del consulente di accompagnare il cliente nel tempo, aiutarlo a raggiungere obiettivi concreti e costruire una relazione di fiducia duratura, capace di accrescerne la fedeltà e il valore prospettico per l'intermediario.

Dal punto di vista svizzero, la consulenza semplificata potrebbe avere un impatto competitivo anche sul mercato domestico. I clienti europei, abituati nei propri Paesi a un regime più accessibile, meno oneroso e percepito come maggiormente affidabile, potrebbero richiedere servizi analoghi anche agli intermediari svizzeri con cui intrattengono relazioni. Il nuovo regime potrebbe infine essere sfruttato da operatori *challenger* per entrare rapidamente nel mercato del *wealth management* svizzero, analogamente a quanto avvenuto negli ultimi anni con i modelli bancari interamente digitali, i conti multivaluta e i trasferimenti transfrontalieri a basso costo.

Classificazione della clientela professionale

La RIS interviene anche sui criteri per la classificazione dei clienti professionali su richiesta, con l'obiettivo di renderli più proporzionati ai diversi profili degli investitori. La riclassificazione del cliente comporta l'applicazione di un livello di tutela inferiore rispetto a quello previsto per la clientela retail.

L'investitore persona fisica dovrà continuare a soddisfare almeno due dei tre criteri previsti. Il primo riguarda l'esecuzione di operazioni di dimensione significativa, secondo condizioni rese più flessibili. Il secondo riduce da 500.000 a 250.000 euro la dimensione media del portafoglio detenuto nei tre anni precedenti, in una logica volta a rendere i criteri più proporzionati e non discriminatori rispetto allo Stato membro di residenza del cliente[28]. Il terzo considera un'esperienza professionale rilevante di almeno un anno oppure una formazione riconosciuta che dimostri la capacità di comprendere le operazioni previste e valutarne i rischi. La formazione non potrà tuttavia essere combinata esclusivamente con il criterio patrimoniale.

Questa modifica riflette un equilibrio delicato. Da un lato, la riclassificazione può favorire una maggiore diversificazione e personalizzazione delle soluzioni d'investimento. Dall'altro, un allentamento eccessivo dei criteri può esporre investitori non realmente consapevoli a rischi non adeguatamente compresi. La qualità della procedura di *opt-up* diventa quindi essenziale.

Per la Svizzera, il confronto è rilevante soprattutto per il diverso livello di tutela applicabile alle categorie di clientela e, in alcuni ambiti, per le condizioni di accesso a determinate offerte. L'impatto resta tuttavia attenuato dalla presenza della distinta categoria degli investitori qualificati, alla quale possono accedere, alle condizioni previste dal diritto svizzero, anche clienti titolari di un mandato scritto di gestione patrimoniale o di consulenza in investimenti.

---

[28] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio,* considerando 38, nonché Allegato I, modifiche all'Allegato II, sezione II.1, MiFID II.

KID PRIIPs, costi e disclosure

Il regolamento PRIIPs[29] viene trattato in questo *paper* solo in via incidentale, ma costituisce una componente essenziale del pacchetto RIS. La finalità è rendere il KID più chiaro, utile, comparabile e adatto anche alla fruizione e analisi digitale. In particolare, la modernizzazione del KID mira a migliorare la qualità delle informazioni standardizzate, favorendo decisioni più consapevoli e confronti più agevoli tra prodotti[30].

La RIS rafforza inoltre la disclosure sui costi, sugli oneri e sugli incentivi. Gli obblighi informativi opereranno sia *ex ante* sia *ex post*. Prima della prestazione del servizio, il cliente dovrà ricevere informazioni in tempo utile, con un linguaggio comprensibile, sui costi complessivi, sugli oneri, sugli incentivi e sul loro impatto. Le informazioni sui costi dovranno essere aggregate in modo da consentire al cliente di comprendere i costi complessivi e il loro effetto cumulativo sul rendimento dell'investimento. Tali costi complessivi dovranno essere espressi sia in termini monetari sia percentuali e calcolati fino alla scadenza dello strumento finanziario oppure, per gli strumenti privi di scadenza, sul periodo di detenzione raccomandato dall'impresa e, in mancanza, sui periodi standardizzati di uno e cinque anni.

Su richiesta del cliente, nell'ambito del rendiconto annuale dovrà essere fornita una scomposizione più dettagliata dei costi, anche a livello di singolo strumento finanziario. L'ESMA sarà chiamata a predisporre standard tecnici e terminologia uniforme, con l'obiettivo di ridurre l'attuale frammentazione dei formati utilizzati dagli intermediari. Le spiegazioni relative ai costi, agli oneri e agli incentivi dovranno essere formulate in modo tale da poter essere comprese anche da un cliente retail privo di conoscenze specifiche in materia di investimenti[31].

Particolarmente rilevante è il rafforzamento e la standardizzazione del rendiconto annuale per la clientela retail. Quando l'impresa presta un servizio di investimento insieme alla custodia e amministrazione degli strumenti finanziari, il rendiconto dovrà offrire una visione complessiva del portafoglio, includendo costi e oneri, *inducements*, pagamenti ricevuti, imposte, valore degli strumenti e performance netta. Obblighi annuali, seppure con contenuto differenziato, sono previsti anche quando il servizio di investimento è prestato senza custodia o quando viene fornito esclusivamente il servizio di custodia e amministrazione. Ciò amplia il perimetro degli operatori soggetti a obblighi di rendicontazione annuale dettagliata sui costi e sugli altri elementi rilevanti per il cliente.

A ciò si aggiunge la modernizzazione digitale del KID: il formato elettronico diverrà la modalità ordinaria di fornitura, ferma restando la possibilità per il cliente di richiederne gratuitamente una copia cartacea. Il KID potrà essere presentato mediante tecniche di layering informativo (ad esempio attraverso sezioni espandibili, che consentano al cliente di accedere progressivamente alle informazioni anziché leggere un testo statico e lineare), mentre la disponibilità dei dati in formato machine-readable ne faciliterà l'utilizzo attraverso l'ESAP e l'integrazione in strumenti digitali di analisi e confronto.

---

[29] Cfr. Regolamento (UE) n. 128G/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati («Regolamento PRIIPs»);
Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Regolamento che modifica il regolamento (UE) n. 1285/2014 per quanto riguarda la modernizzazione del documento contenente le informazioni chiave.*

[30] Tra le altre novità tecniche della revisione del regolamento PRIIPs si segnalano l'introduzione della sezione sintetica *Product at a glance*, l'attenzione ai PRIIPs *multi-option/unit-linked* mediante strumenti di confronto e simulazione, nonché la maggiore flessibilità nella rappresentazione di scenari prospettici e performance passata.

[31] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio,* considerando 27 e 28, nonché art. 1, punto 13, nuovo art. 24b MiFID II, parr. 1, 2 e 4.

La logica è rendere il KID non solo formalmente disponibile, ma realmente utilizzabile e comparabile. Nel complesso, la riforma mira a rendere le informazioni realmente comprensibili, comparabili e utilizzabili dal cliente, superando una trasparenza ridotta al solo adempimento formale.

Marketing, fin influencer e alfabetizzazione finanziaria

La RIS interviene anche sul marketing finanziario e sui *fin influencer*[32], sebbene tali temi non siano oggetto di approfondimento autonomo in questo *paper*. L'obiettivo è contrastare pratiche commerciali ingannevoli, soprattutto nei canali digitali e nei social media, dove il confine tra educazione finanziaria, promozione commerciale e raccomandazione implicita può diventare opaco. La riforma rafforza inoltre la responsabilità degli intermediari per le comunicazioni e le pratiche di marketing realizzate anche mediante soggetti terzi.

Gli Stati membri sono inoltre tenuti a promuovere iniziative di alfabetizzazione ed educazione finanziaria[33]. L'alfabetizzazione finanziaria non viene intesa come sostituto della regolazione, ma come complemento necessario. Un investitore più consapevole è maggiormente in grado di partecipare ai mercati, valutare costi e rischi, comprendere il valore della consulenza e distinguere tra informazione imparziale e comunicazione commerciale.

Minacce e opportunità per la piazza finanziaria svizzera

Gli effetti della RIS sulla Svizzera possono essere sintetizzati in una tensione tra minaccia e opportunità.

La minaccia più evidente è che l'introduzione di standard più severi in Europa può aumentare i costi di *compliance* per gruppi svizzeri attivi nell'UE o con prodotti distribuiti nell'UE. Standard più severi possono ridurre la redditività dei modelli fondati sulle commissioni di distribuzione[34] e richiedere nuovi processi di product governance, documentazione più articolata, controlli più frequenti e, sul piano commerciale, favorire lo sviluppo di classi di quote prive di *inducements*. Un ulteriore profilo riguarda i fondi UCITS/AIF europei gestiti in delega da *asset manager* svizzeri autorizzati come gestori di patrimoni

[32] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 30, 31a e 32, nonché art. 1, punto 3, modifiche all'art. 4, par. 1, MiFID II, relative alle definizioni di *finfluencer*, comunicazione di marketing e pratica di marketing, e art. 1, punto 13, nuovo art. 24c MiFID II.

[33] Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 37, nonché art. 1, punto 22, nuovo Titolo VIa, artt. 88a e 88b MiFID II.

[34] Cfr. Swiss Finance Council (2023), *SFC Position on EU Retail Investment Strategy*, settembre 2023.

collettivi: in tali casi, la disciplina sugli *undue costs*[35] ricadrà formalmente sulla *management company* europea, ma potrà tradursi in maggiori richieste di dati, documentazione e giustificazione delle *fee* nei confronti del gestore delegato. I costi saranno considerati dovuti soltanto se conformi alla documentazione precontrattuale, necessari al funzionamento del fondo o all'adempimento degli obblighi regolamentari e ripartiti equamente tra gli investitori. Qualora siano stati addebitati costi indebiti, la *ManCo* o l'AIFM dovrà rimborsarli senza indebito ritardo agli investitori oppure, nei casi previsti, restituirli al fondo. Ciò potrebbe accentuare la pressione alla riduzione o rinegoziazione dei margini lungo la catena di gestione e contribuire a fusioni, razionalizzazioni dell'offerta, riduzioni di personale o uscita dal mercato degli operatori meno efficienti.

L'opportunità è altrettanto rilevante. Se applicati in modo sostanziale, i principi della RIS possono rafforzare la fiducia degli investitori, migliorare la qualità dei prodotti, ridurre i conflitti d'interesse, rendere più trasparente la consulenza e aumentare la partecipazione ai mercati dei capitali. Ciò potrebbe favorire maggiori masse amministrate e quindi maggiori ricavi, nuovi modelli digitali, maggiore concorrenza e una migliore allocazione del risparmio verso economia reale, innovazione e transizione sostenibile.

In questa prospettiva, la RIS non deve essere letta solo come una riforma difensiva di tutela del consumatore-investitore, ma come una strategia industriale dei mercati dei capitali. Proteggere meglio l'investitore retail serve anche a convincerlo a investire di più, con maggiore fiducia e in modo più efficiente. La tutela del cliente e la competitività del mercato non sono necessariamente in contraddizione; possono diventare due lati dello stesso processo.

Una riforma ambiziosa in un quadro normativo ancora recente

Una domanda critica resta aperta: è opportuno intervenire in modo così incisivo a pochi anni dall'attuazione della MiFID II e dei suoi correttivi? Il settore finanziario ha sostenuto costi significativi di adeguamento e potrebbe sostenere che non sia ancora trascorso il tempo sufficiente per valutare appieno gli effetti delle riforme precedenti.

Per la Svizzera, la questione riguarda soprattutto tempi e modalità dell'eventuale adeguamento. La LSerFi è entrata in vigore nel 2020 e il suo assetto è ancora relativamente recente. Ciò non esclude che la RIS possa offrire soluzioni migliorative, ma suggerisce di integrarne gli elementi più efficaci in modo selettivo e proporzionato, evitando sovrapposizioni normative, costi inutili e incertezza applicativa.

Tuttavia, il ritmo della trasformazione dei mercati finanziari è accelerato. Digitalizzazione, social media, prodotti complessi, sostenibilità, *fintech*, *neo-broker* e piattaforme di investimento hanno modificato il modo

[35] Per *undue costs* si intendono i costi addebitati al fondo o ai quotisti che non risultino dovuti perché non conformi alla documentazione precontrattuale, non necessari al funzionamento del fondo o non sopportati dagli investitori in modo equo. Se applicati, tali costi devono essere rimborsati ai quotisti o, in determinati casi, restituiti al fondo.
Cfr. Consiglio dell'Unione europea (202G), *Retail Investment Strategy – Direttiva omnibus che modifica le direttive 2009/55/CE, 2009/138/CE, 2011/51/UE, 2014/55/UE e (UE) 2015/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione in materia di tutela degli investitori al dettaglio*, considerando 18 e 19, nonché art. 4, punto 1, lett. a), modifiche all'art. 14, parr. 1a–1d, della Direttiva 2009/G5/CE, e art. 5, punto 1, lett. a), modifiche all'art. 12, parr. 1a–1d, della Direttiva 2011/G1/UE.

in cui gli investitori retail accedono ai mercati. Il legislatore europeo ritiene che la sola MiFID II non sia sufficiente a rispondere a queste dinamiche. La Svizzera, anche se non obbligata a seguire automaticamente tale evoluzione, non può ignorarla.

La risposta più equilibrata non è un recepimento immediato e integrale, ma un monitoraggio attivo, selettivo e strategico. La Svizzera dovrebbe valutare quali elementi della RIS siano compatibili con il proprio modello e quali possano rafforzarne la competitività senza compromettere la flessibilità che tradizionalmente ne costituisce un punto di forza.

Conclusioni

La Retail Investment Strategy rappresenta una delle riforme più significative della regolazione finanziaria europea degli ultimi anni. Essa interviene sul cuore della relazione tra prodotto, intermediario e cliente retail, spostando progressivamente l'attenzione dalla mera *disclosure* alla verifica sostanziale dei risultati. *Value for money*, *inducements*, consulenza semplificata e nuova classificazione della clientela professionale sono strumenti diversi di una medesima politica: aumentare la fiducia degli investitori, rafforzare la qualità dell'offerta e favorire una maggiore partecipazione ai mercati dei capitali.

Per l'industria finanziaria europea la RIS comporterà certamente costi, complessità e pressioni sui modelli distributivi tradizionali. Per la Svizzera, l'impatto sarà in parte diretto - per gli operatori attivi nell'UE o legati a prodotti paneuropei - e in parte indiretto, attraverso standard di mercato, pressione competitiva e convergenza regolatoria. La piazza elvetica non può quindi trattare la RIS come una questione puramente europea.

La riforma può essere letta come una minaccia per il modello svizzero del *wealth management* fondato su retrocessioni e flessibilità regolatoria. Ma può anche essere interpretata come un'occasione per modernizzare la tutela degli investitori, rendere più difendibile il modello degli *inducements*, aumentare la fiducia della clientela e rafforzare la posizione della Svizzera come piazza finanziaria di livello.

La condizione è che l'adeguamento non sia meramente formale. Infatti, un'applicazione superficiale e burocratica dei principi RIS aumenterebbe i costi senza generare valore. Un'applicazione sostanziale, invece, potrebbe produrre benefici sia per milioni di investitori retail sia per gli stessi operatori, favorendo maggiori masse investite, migliore allocazione del capitale e maggiore resilienza competitiva.

In definitiva, la RIS non è soltanto una riforma di protezione dell'investitore. È una componente della strategia europea per rafforzare i mercati dei capitali, ridurre il divario con gli Stati Uniti e mobilitare il risparmio privato verso le grandi sfide economiche del futuro. La Svizzera, pur esterna all'Unione europea, dovrà decidere se osservare passivamente tale evoluzione o anticiparla selettivamente, trasformando una pressione regolatoria internazionale in un vantaggio competitivo.