

ISSN 1128/322X

SUPPLEMENT SERIES

The Cardozo Electronic Law Bulletin

Prime osservazioni a margine della
Methodology on Value for Money
Benchmarks del 27 agosto 2024 di EIOPA:
l'impatto sull'impresa e sui contratti
assicurativi

Francesco Petrosino

Published on October 2024

The Cardozo Electronic Law Bulletin

EDITOR IN CHIEF

Pier Giuseppe Monateri
(Università degli Studi di Torino; Sciences Po-Parigi)

MANAGING EDITORS

Cristina Costantini (Università degli Studi di Perugia)
Davide Gianti (Università degli Studi di Torino)

SCIENTIFIC COMMITTEE

Ermanno Calzolaio (Università degli Studi di Macerata)
Duncan Fairgrieve (British Institute of International and
Comparative Law)
Maria Rosaria Ferrarese (Università degli Studi di Cagliari)
Günter Frankenberg (Goethe-Universität)
Tommaso Edoardo Frosini (Università Suor Orsola
Benincasa di Napoli)
Maria Rosaria Marella (Università degli Studi di Perugia)
Giovanni Marini (Università degli Studi di Perugia)
Ugo Mattei (Università degli Studi di Torino)
Antonello Miranda (Università degli Studi di Palermo)
Horatia Muir Watt (Sciences Po-Parigi)
Roberto Pardolesi (LUISS Guido Carli)
Giorgio Resta (Università di Roma Tre)
Salvatore Sica (Università degli Studi di Salerno)

REFEREES

Daniela Carpi (Università degli Studi di Verona)
Virgilio D'Antonio (Università degli Studi di Salerno)
Francesco Di Ciommo (LUISS Guido Carli)
Rocco Favale (Università degli Studi di Camerino)
Mauro Grondona (Università degli Studi di Genova)
Pablo Moreno Cruz (Universidad Externado de Colombia)
Alessandra Pera (Università degli Studi di Palermo)
Federico Pizzetti (Università degli Studi di Milano)
Alessandra Quarta (Università degli Studi di Torino)
Giovanni Maria Riccio (Università degli Studi di Salerno)
Giovanni Sciancalepore (Università degli Studi di Salerno)
Giovanni Varanese (Università degli Studi del Molise)
Arianna Vendaschi (Università Bocconi)
Andrea Zoppini (Università di Roma3)

Sito web: <https://www.ojs.unito.it/index.php/cardozo/index>

e-mail: celbulletin@gmail.com

©1995-2024 ISSN 1128-322X



FRANCESCO PETROSINO

PRIME OSSERVAZIONI A MARGINE DELLA METHODOLOGY ON VALUE FOR MONEY BENCHMARKS DEL 27 AGOSTO 2024 DI EIOPA: L'IMPATTO SULL'IMPRESA E SUI CONTRATTI ASSICURATIVI

Abstract: Il presente contributo costituisce un primo commento all'EIOPA Methodology on Value for Money Benchmarks del 27 agosto 2024. Questo atto, adottato a seguito una pubblica consultazione promossa dal regolatore assicurativo europeo nel dicembre 2023, promuove l'utilizzo dello strumento dei benchmarks (parametri oggettivi di riferimento) per garantire la produzione e la distribuzione di contratti assicurativi i cui costi non siano pari o superiori ai benefici e ai servizi legati alla polizza. In questo senso, dunque, l'utilizzo del benchmark consente di mantenere costante il value for money del prodotto facilitando la supervisione delle autorità di vigilanza e permettendo ai produttori di comparare i prezzi dell'offerta. In conclusione, non può infine non notarsi l'impatto del benchmark sull'organizzazione d'impresa e sulla conformazione del contratto ai principi ispiratori del diritto assicurativo e finanziario.

TABLE OF CONTENTS: 1. Utilizzo dei benchmarks e rapporto con il principio del value for money: una premessa. – 2. Processo di formazione del benchmark: categorizzazione dei prodotti e coordinamento con gli indicatori del value for money. – 3. L'impatto dei benchmarks sulla vigilanza e sull'attività delle imprese assicurative. – 4. Riflessioni conclusive alla luce della Metodologia: portata eterointegrativa del value for money e conformazione dell'autonomia privata da parte delle Autorità di vigilanza.



1. Utilizzo dei benchmarks e rapporto con il principio del value for money: una premessa

1.1- Il presente contributo intende analizzare la recente EIOPA Methodology on Value for Money Benchmarks (inde, per brevità “Metodologia”), pubblicata il 27 agosto 2024, e l’impatto che questo atto determina con riferimento alla produzione e alla distribuzione dei contratti assicurativi. In particolare, lo scritto si concentra sullo strumento del benchmark: inizialmente elaborato dall’EIOPA, poi condiviso con le autorità degli Stati Membri e, infine, utilizzato operativamente dai produttori per distribuire un prodotto non eccessivamente costoso per il cliente finale.

Più precisamente la Metodologia, da un lato, fornisce uno strumento che facilita il monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza, dall’altro, consente la creazione di un prodotto equo. In altre parole, l’enucleazione del parametro oggettivo di riferimento ha il pregio di agevolare il produttore e il distributore nella determinazione del prezzo da applicare alla polizza distribuita nel mercato.

Com’è evidente, l’adozione del benchmark costituisce un segmento di una più ampia politica del diritto condotta e concretizzata da regolatori europei e nazionali. In sostanza, l’utilizzo – e prima ancora l’elaborazione – del benchmark si afferma quale espressione di un condizionamento, se non addirittura, di una vera e propria eterointegrazione dell’attività e del prodotto dell’impresa (in questo caso assicurativa).

1.2.- Una volta delineati in sintesi i termini della ricerca pare opportuno fornire una definizione del benchmark nel contesto del regime positivo approntato da EIOPA. Innanzitutto bisogna specificare che la policy sospinta dal regolatore assicurativo europeo riguarda lo sviluppo dei cc.dd. value for money benchmarks (VfM) e tale precisazione non può che segnare più puntualmente la linea definitoria.

In verità i benchmarks, soprattutto in punto di servizi e attività di investimento, costituiscono una misura di riferimento indispensabile così nel contratto relativo



alla gestione di portafoglio¹ come nel servizio di gestione collettiva del risparmio². In entrambi i casi l'utilizzo di un parametro oggettivo svolge le stesse e più funzioni: segna l'indirizzo della politica gestoria, integra un rischio di mercato legato al benchmark stesso e consente di valutare l'operato del gestore³.

Nella cornice fissata dalla Metodologia, però, significato e funzione del benchmark appaiono nettamente diversi. Un simile strumento è stato infatti accolto da EIOPA con un duplice intento. Da un lato, facilitare le Autorità degli Stati Membri nel contrasto al value for money risk e nella promozione di un approccio alla vigilanza ispirato a una migliore gestione del rischio. Dall'altro lato, l'adozione di una misura comune di riferimento agevola la comparabilità delle offerte tra i produttori: le imprese, cioè, potranno più facilmente comprendere se i costi di certi prodotti, rispetto ad altri destinati al medesimo target market, siano proporzionati in relazione alle spese sostenute dall'intermediario e ai benefici offerti al contraente⁴.

¹ L'art. 38 co. 1 lett. d) del Regolamento Intermediari specifica che il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente. Il Regolamento Intermediari, nella versione del 1998, differentemente da quella odierna, all'art. 38 co. 1 lett. d) inoltre prevedeva che tra le caratteristiche della gestione dovesse intendersi anche il parametro di riferimento *oggettivo* al quale confrontare il rendimento della gestione.

Inoltre, all'art. 42 co. 1 – rubricato “Parametri oggettivi di riferimento – di quella stessa versione specificava che ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l'intermediario dovesse indicare all'investitore un *parametro oggettivo di riferimento* coerente con i rischi a essa connessi al quale commisurare i risultati della gestione

Viepiù, La normativa europea, all'art. 47 par. 3 lett. c) della Direttiva delegata (Ue) 2017/565, prevede che tra le informazioni relative all'impresa e al servizio prestato, laddove consti della gestione individuale di portafoglio, debbano rientrare anche quelle relative al parametro di riferimento in virtù del quale la *performance* del portafoglio del cliente può essere valutata (la versione inglese della Direttiva recita «Where investment firms propose to provide portfolio management services to a client or potential client, they shall provide the client, in addition to the information required under paragraph 1, with such of the following information as is applicable: [...] c) a specification of any *benchmark* against which the performance of the client portfolio will be compared»).

² Disciplinata al titolo III del T.u.f e al libro V del Regolamento Intermediari (artt. 96 e ss.). Appare necessario puntualizzare che nella versione del Regolamento risalente al 1998, all'art. 50 rubricato “Obiettivi di investimento”, Consob puntualizzava che le SGR e le SICAV dovessero indicare altresì un parametro oggettivo di riferimento, costituito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo, coerente con i rischi di gestione dell'OICR, al quale confrontare il rendimento dell'OICR stesso.

³ Le funzioni del *benchmark* nei servizi di gestione sono analizzate, *ex multis*, da P. LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del ricevimento della direttiva MiFID*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, 79-80; M. ROSSI, *Benchmark e responsabilità dell'intermediario nella gestione del portafoglio*, in *Giur. comm.*, 2017, VI, 951-952; A. MINTO, F. AZZOLLINI, *Volatilità e gestione collettiva: riflessioni sul rapporto tra indici di rischiosità (benchmark e VAR) e politica di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2022, III, 398-405. Quanto alla finalità legata all'adempimento della prestazione gestoria nel miglior interesse del cliente, questa viene trattata approfonditamente da U. MALVAGNA, *Benchmark e gestione di portafoglio. Tra “mezzi” e “risultato”*, Napoli, 2023, in part. I capitolo, 9 ss.

⁴ Le finalità che il regolatore si prefigge si rinvergono chiaramente nella EIOPA *Methodology on Value for Money Benchmarks*, EIOPA-BoS-24-332, Consumer Protection Department, 27 August 2024, 3.



La strategia sostenuta dalla Metodologia si inserisce, per vero, all'interno di un progetto regolatorio inizialmente sospinto a livello europeo dall'Authority settoriale e poi accolto anche dalle Istituzioni, nel contesto di un quadro riformatore più ampio.

La risposta della regolazione infatti risale al 2021, quando il tema della sostenibilità economica dei prodotti di investimento assicurativo era stato affrontato nel Supervisory Statement attraverso una precisa prospettiva di vigilanza. In relazione alle polizze unit-linked, EIOPA aveva infatti sollecitato le Autorità nazionali a predisporre metriche interne e parametri di riferimento («internal metrics and benchmarks»)⁵ per monitorare la fase di determinazione del (giusto) prezzo e impedire la commercializzazione di polizze eccessivamente costose.

In seguito, il benchmark, inteso sia come orientamento per la vigilanza che come modello per comparare costi e benefici contrattuali, è stato approfondito dal Consultation Paper on Methodology on Value for Money Benchmarks del 15 dicembre 2023. Con questo atto EIOPA ha preceduto l'adozione della Metodologia e ha anticipato alcuni elementi che vi stanno alla base. Il riscontro degli stakeholders ha confermato pertanto il potenziale impatto dei parametri sul monitoraggio del pricing⁶ nonché l'utilità del benchmark nella categorizzazione dei prodotti, passaggio indispensabile per consentire il confronto tra i prezzi delle polizze⁷.

La soft law settoriale ha preceduto di qualche anno il progetto di riforma sostenuto dal Parlamento europeo e dal Consiglio attraverso la Proposta di modifica delle direttive 2009/65/Ce, 2009/138/Ce, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio⁸.

Il disegno riformatore prevede infatti che EIOPA elabori e metta a disposizione del pubblico dei parametri di riferimento – periodicamente aggiornati – comuni per

⁵ EIOPA, *Supervisory Statement on assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*, EIOPA(2021)0045739, 30 November 2021, sect. 3, 3.22, 9.

⁶ EIOPA, *Consultation Paper on Methodology on Value for Money Benchmarks*, 15 December 2023, sect. 3, 3.1., 9.

⁷ EIOPA, *Ibid.*, sect. 4, 4.1.-4.23, 11-15.

⁸ La Metodologia rammenta che nel contesto delle riforme dei mercati finanziari, con particolare attenzione alla distribuzione presso la clientela *retail*, la *Retail Investment Strategy* ha per vero ricoperto una posizione di primaria importanza. Contestualmente, EIOPA precisa però innanzitutto come essa abbia anticipato l'azione riformatrice della Commissione e del Parlamento, nonché una certa indipendenza operativa tra i propri atti e l'iniziativa delle Istituzioni. A tal proposito si veda EIOPA, *Methodology*, sect. 1, 1.8., laddove puntualizza che «It is also important to note that the developments in the area of value for money within the Retail Investment Strategy (RIS) may inform future reviews of VFM and/or benchmarks methodologies; however EIOPA's ongoing work on benchmarks is to be considered as independent. In fact, before the publication of the RIS legislative proposal in May 2023, EIOPA had already started its work on value for money with the analysis of several products in 2020 and, following BoS steer, it continued to explore this area further».



gli Ibips che presentino livelli simili di rendimento, rischio e strategia per supportare le imprese nella valutazione dei costi e dei rendimenti dei prodotti⁹. In tale contesto la Commissione monitora la progettazione del parametro e, di conseguenza, il processo di prezzamento. Essa infatti può adottare atti delegati per specificare la prassi applicabile da EIOPA per l'elaborazione del benchmark nonché i criteri per stabilire se costi e oneri siano giustificati¹⁰.

2. Processo di formazione del benchmark: categorizzazione dei prodotti e coordinamento con gli indicatori del *value for money*

Le indicazioni fornite da EIOPA consentono di comprendere l'operatività del benchmark e l'impatto, all'interno dei processi di product oversight and governance, sulla determinazione di un prezzo "proporzionato"¹¹. La Metodologia

⁹ In questo senso appare necessaria la lettura dell'art. 25 par. 8(1) della versione emendata della Direttiva (Ue) 2016/97 da parte dell'art. 2 della Proposta.

Parallelamente, la Proposta, all'art. 1, modifica la Direttiva MiFID II inserendo *ex novo* l'art. 16-bis, rubricato obblighi di *governance* del prodotto che al paragrafo 9 puntualizza che «[...] ESMA elabora e mette a disposizione del pubblico parametri di riferimento comuni per gli strumenti finanziari che presentano livelli simili di rendimento e di rischio e strategia, obiettivi o altre caratteristiche analoghi, al fine di aiutare le imprese di investimento a effettuare, sia nella fase di realizzazione sia nella fase di distribuzione, una valutazione comparativa dei costi e del rendimento degli strumenti finanziari rientranti nella definizione di prodotti di investimento al dettaglio preassemblati».

¹⁰ Art. 25 par. 9 lett. a-b) della versione emendata, da parte dell'art. 2 della Proposta, della Direttiva (Ue) 2016/97. Si ricordi che l'art. 1 della Proposta, invece, modifica la Direttiva MiFID II attraverso l'introduzione dell'art. 16-bis che al suo par. 11 lett. a-b).

¹¹ Con riferimento al tema del *value for money* quale elemento integrativo della *product oversight and governance* EIOPA, *Supervisory Statement*, 3.2, 5, dove l'Autorità specifica che: «costs and charges are proportionated to the benefits (i.e. investment performance, guarantees, coverage and services) to the identified target market as well as reasonable, taking into account the expenses born by the providers».

Una puntualizzazione appare necessaria e riguarda il concetto, così declinato da EIOPA, di proporzionalità tra le corrispettive prestazioni. Il *value for money* quale principio volto appunto al raggiungimento di un bilanciamento proporzionale non può che concretizzarsi nel raggiungimento del c.d. equilibrio economico tra pagamento del premio – e in particolare di quella parte che viene assorbita dai caricamenti – e indennizzo riservato al cliente. Non sembra pertanto del tutto scorretto ritenere il *value for money* uno strumento che, in via preventiva, permette di distribuire un contratto "giusto" laddove l'accezione di giustizia contrattuale attenga appunto all'equilibrio economico delle reciproche prestazioni. Sulla giustizia contrattuale quale espressione di un contratto economicamente bilanciato si vedano, *ex multis*, F. GALGANO, *Sull'equitas delle prestazioni contrattuali*, in *Contr. impr.*, 1993, III, 419 ss., ID., *Libertà contrattuale e giustizia del contratto*, in *Contr. impr. eur.*, 2005, II, 509; anche R. ROLLI, *Le attuali prospettive di "oggettivazione dello scambio": verso la rilevanza della "congruità contrattuale"?*, in *Contr. impr.*, 2001, II, 611 ss.; in una prospettiva critica della mera razionalità economica quale base del regolamento contrattuale e sostenitore, invece, di un'istanza di proporzionalità si è dimostrato P. PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, I, 146; ID., *Diritto dei contratti e costituzione europea*, in *Contratto e costituzione europea*, in *Contratto e costituzione in Europa. Convegno di studi in onore di G. Benedetti*, Padova, 2005, 146 ss. Un espresso riferimento al tema dell'equilibrio economico contrattuale quale principio di vertice cui tende espressamente il *value for money* – particolarmente nel settore assicurativo – è affrontato da P. CORRIAS, *Value for Money, Product governance e obbligo di adeguatezza nel mercato assicurativo: uno sguardo d'insieme*, in R. LENER, A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI, F. SARTORI (a cura di), *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, Torino, 2024,



infatti regola dettagliatamente la procedura di formazione e l'attuazione dei parametri secondo un modello proceduralizzato, suddiviso cioè in più passaggi.

Il primo step, necessario per la formulazione del benchmark, consta nella categorizzazione dei prodotti, impostata sullo studio delle loro principali caratteristiche. Questa fase di raggruppamento (c.d. clustering secondo la terminologia EIOPA) comporta un'analisi complessiva della polizza, comprendente anche la specifica opzione di investimento¹².

La dimensione regolatoria che sta alla base della politica dell'authority considera le esigenze dell'assicurato, come pure quelle dell'impresa. Pertanto la calibrazione del benchmark importa la valutazione dei costi derivanti dalla combinazione tra assicurazione e profilo di investimento. Al contempo, però, anche la prospettiva dell'assicuratore risulta indispensabile per la fissazione di un parametro obiettivo, che consideri l'intera gamma dei sottostanti possibili. In conseguenza, i dati raccolti non possono che riguardare un ampio spettro di polizze distribuite, così che a un certo cluster corrisponda un benchmark precisamente individuato.

La "mappatura"¹³ è condotta con l'obiettivo che ciascun gruppo coinvolga il maggior numero di prodotti possibili¹⁴ e comporta l'analisi di alcune caratteristiche contrattuali¹⁵: la tipologia di prodotto compravenduto, la frequenza nel pagamento del premio, la durata contrattuale, il livello di copertura biometrica, la tipologia del sottostante finanziario, l'indicatore di rischio sintetico.

L'individuazione dei value for money indicators si colloca invece successivamente e rappresenta un passaggio significativo. La cooperazione tra Autorità e manufacturer risulta essenziale, poiché l'intermediario dovrà fornire i dati per

¹² EIOPA, *Methodology on Value for Money Benchmarks*, EIOPA-BoS-24-332, Consumer Protection Department, 27 August 2024, sect. 3, 3.1., 10. Di seguito, al par. 3.2., EIOPA specifica che le opzioni di investimento sono differenziate in due categorie: quelle di carattere "individuale", consistenti in un fondo interno o esterno, in una componente di partecipazione agli utili o linee dirette (azioni, partecipazioni, obbligazioni); quelle di tipo "combinato" che constano nella combinazione di uno o più fondi esterni o interni secondo una strategia d'investimento predeterminata definita all'impresa assicurativa.

¹³ La classificazione o, per riprendere la terminologia di EIOPA, la "clusterizzazione" dei prodotti assume un significato di rilievo nella prospettiva della tutela della clientela. L'impatto di una simile tecnica è stato ben colto dai legislatori europei nel testo della c.d. Direttiva Omnibus – cioè la Proposta di modifica delle Direttive e la dottrina più illustre non ha mancato di sottolineare l'impatto della mappatura dei prodotti quale strumento efficiente di contrasto al *mis-selling* di prodotti finanziari (sebbene nel caso in esame la mappatura risulti prodromica alla fissazione di un *benchmark* infine utilizzato per garantire un prezzo equo della polizza infine commercializzata). Si fa riferimento a F. ANNUNZIATA, *Retail Investment Strategy. How to boost retail investors' participation in financial markets*, Luxembourg, June 2023, 44.

¹⁴ EIOPA, *Ibid.*, 3.7., 12.

¹⁵ EIOPA, *Ibid.*, 3.7-3.14, 12-13.



determinare gli otto indicatori necessari a misurare l'equilibrio economico del prodotto¹⁶.

In conclusione vengono dunque definiti i benchmarks che dovranno essere concretamente testati. Il momento operativo consiste nell'assunzione del parametro da parte dell'autorità di vigilanza nazionale che confronta il valore della misura oggettiva con quello del prodotto. Pertanto, laddove le authorities interne dovessero riscontrare una distanza eccessiva tra indicatori e benchmark, la supervisione sarà rivolta per un verso all'attuazione di ulteriori test di redditività, dall'altro al rafforzamento dei presidi di product governance¹⁷.

3. *L'impatto dei benchmarks sulla vigilanza e sull'attività delle imprese assicurative*

Contenuti e procedure previste dalla Metodologia consentono di avanzare alcune considerazioni sullo strumento del benchmark, in primo luogo sugli effetti che esso determina lungo il versante della vigilanza.

Al tempo stesso occorre pure sottolineare che l'utilizzo del parametro di riferimento determina un impatto non irrilevante sull'attività dell'intermediario, sotto diversi profili. In primo luogo rispetto ai presidi organizzativi e ai procedimenti interni, in particolare quelli legati all'attuazione della POG policy. Inoltre, e di conseguenza, la misura oggettiva del benchmark non può che riflettersi anche sull'oggetto contrattuale e particolarmente sulla determinazione del prezzo, ispirata al principio del value for money.

Infine i risultati che il nuovo modello regolatorio potrebbe determinare in punto di distribuzione non devono essere trascurati: il benchmark quale termine di confronto non solo influisce sulle dinamiche produttive, ma anche sulle strategie commerciali e di distribuzione.

¹⁶ EIOPA, *Ibid.*, 3.18, 15. EIOPA stabilisce infatti che «The indicators cover metrics which are highly relevant to evaluate value for money in view of products costs and benefits». Gli indicatori individuate dall'Autorità sono: i costi di entrata che l'assicurato dovrà sostenere al momento della sottoscrizione della polizza; l'indicatore dei costi totali; la riduzione del rendimento dovuta all'impatto dei costi totali; il valore di riscatto (confrontato con il totale del premio pagato); tasso di rendimento interno; beneficio assicurativo, inteso quale indennizzo garantito agli assicurati; *break even point*, cioè quel criterio che consente di comprendere quale sarà la *performance* minima dell'investimento sottostante che, considerata la misura delle spese, consente di raggiungere un "pareggio" tra costi per il cliente e rendimento del sottostante finanziario.

Nella determinazione degli indicatori predisposti da EIOPA va ricordato che il *benchmark* comprende anche le commissioni e le spese di consulenza dato che influenzano l'andamento dell'investimento e dunque hanno un certo impatto sui consumatori finali. (EIOPA, *Ibid.*, 3.20, 17).

¹⁷ La "reazione" delle autorità di vigilanza interne sembra realizzarsi in questo senso, cioè in un ulteriore passaggio di vigilanza, laddove lo scollamento tra *benchmarks* e valore del prodotto sia eccessivamente marcato a discapito del potenziale guadagno del cliente. Nuovamente EIOPA, *Ibid.*, 18 laddove viene proposto un esempio di possibile applicazione del *benchmark*.



Quanto al tema della supervisione, il disegno regolatorio promosso in sede eurounitaria rappresenta un ben preciso approccio di vigilanza che potrebbe essere definito di tipo cooperativo tra livello europeo e nazionale¹⁸.

In un primo momento infatti il benchmarking si sviluppa grazie all'impulso di EIOPA che fissa criteri e procedure per promuovere una misura obiettiva, destinata alla valutazione dell'equilibrio economico contrattuale. In seguito, invece, sono le Autorità nazionali che applicano in concreto il parametro e forniscono un riscontro a EIOPA sulla funzionalità del benchmark¹⁹.

I regolatori interni hanno una maggiore contezza delle dinamiche di mercato e delle prassi d'impresa. Ciò significa, in questo caso, che la prossimità delle regulatory agencies rispetto all'attività degli intermediari permette di comprendere quali prodotti rientrino o meno nel target market (e, di conseguenza, se risultino in linea con il parametro previamente stabilito)²⁰.

Non sorprende dunque che la connessione tra i versanti della regolazione europea e nazionale costituisca un momento importante della strategia sostenuta dalla Metodologia. EIOPA con tale atto specifica infatti che, il benchmark, prima ancora della condivisione con i produttori, debba primariamente essere discusso con le NCAs. In questo modo il dialogo tra regolatori consente il periodico aggiornamento della Metodologia e, infine, permette alle authorities di utilizzare i parametri di riferimento per ridurre al minimo la presenza sul mercato di prodotti dal valore scarso se non addirittura assente²¹.

Altrettanto significative sono le conseguenze della Metodologia rispetto alle procedure aziendali che gli intermediari devono adottare, tra cui, in particolare, quelle attinenti al governo del prodotto.

¹⁸ In termini più generali, cioè all'interno dell'*European System of Financial Supervision (ESFS)*, si leggano le considerazioni di P. IGLESIAS RODRIGUEZ, *Supervisory Cooperation in the Single Market for Financial Services: United in Diversity?*, *Fordham International Law Journal* 41(3)(2018) 589. Simile tendenza, volta a un modello cooperativo di regolazione, era già stata colta nel settore assicurativo – benché con riferimento all'attuazione della disciplina *Solvency II* – da una certa dottrina. Si veda a proposito F. CACCIATORE, *Patterns of Networked Enforcement in the European System of Financial Supervision: What is the New Role for the National Competent Authorities?*, *European Journal of Risk Regulation* 10(3)(2019) 505 ss. e con riferimento al settore delle assicurazioni 513-512; N. S. RASMUSSEN, N. D. LEGIND, *Article 29.a – Towards a new Strategic Dimension in Supervisory Convergence*, *European Company and Financial Law Review* 20(3)2023, dove dei riferimenti al contesto delle assicurazioni private e alle posizioni espresse da EIOPA sono indicati alle pp. 418-419.

¹⁹ EIOPA, *Ibid.*, 1.7. dove l'Autorità specifica che «NCAs will use the benchmarks as part of their regular supervisory process and they will feedback to EIOPA how the benchmarks work, including the type of recalibration needed».

²⁰ EIOPA, *Ibid.*, 2.1., 7.

²¹ EIOPA, *Ibid.*, 1.6., 5, dove l'Autorità di vigilanza specifica propriamente come la condivisione con i regolatori interni sia fondamentale per garantire la solidità dei *benchmarks* che in seguito saranno utilizzati nell'esercizio dei poteri regolatori delle *authorities* nazionali.



Va preliminarmente precisato che il benchmarking costituisce una tecnica complementare rispetto ai processi POG, nel senso che l'applicazione del parametro si colloca ex post rispetto all'ingegnerizzazione del prodotto. Il prezzo della polizza di per sé, cioè, deve corrispondere al profilo del cliente-tipo e dunque incrociarne caratteristiche, esigenze e obiettivi, indipendentemente dal confronto con altre soluzioni contrattuali. Concretamente, la fissazione di un prezzo corretto – che esprima cioè un equilibrio economico tra le reciproche prestazioni – è un elemento essenziale integrante della politica produttiva preordinata dagli organi apicali d'impresa.

Tale puntualizzazione rafforza la posizione del parametro nel suo rapporto con gli obblighi di condotta e organizzativi degli intermediari, finalisticamente rivolti alla tutela della clientela²², nonché alla stabilità dei mercati. Non può non notarsi infatti una diretta ripercussione su alcune fasi della product governance.

Più precisamente, produttori e distributori saranno incentivati a irrobustire il test del prodotto, accompagnato dalle analisi di scenario, prima di immettere la polizza sul mercato. Il rapporto costi-benefici, sospinto dall'adozione del parametro da parte della vigilanza, determina delle conseguenze significative anche in una prospettiva operativa continuativa. Ciò significa che la revisione periodica e le analisi di scenario, necessarie per garantire la costante coerenza tra contratto e assicurato, saranno predisposte alla luce del confronto con il benchmark di riferimento²³.

Un apparato organizzativo e procedurale così significativamente orientato al perseguimento del value for money – e dunque, in fondo, alla protezione degli

²² Sulla complementarità del *benchmark* e sulla sua affermazione quale strumento attesta come la tutela dei consumatori costituisca il baricentro delle procedure di *governance del prodotto* EIOPA, *Ibid.*, 2.4., 7-8, si esprime in termini chiari laddove sottolinea che «Thus, benchmarking is a tool amongst others to verify the customer-centric approach is well implemented in terms of product manufacturing and distribution». La centralità dell'*investor protection* nell'ambito applicativo della *governance* del prodotto è particolarmente sostenuta nel contesto dei servizi e dell'attività di investimento, come sottolineato da attenta dottrina, *ex multis*, N. MOLONEY, *Conduct Rules and Investor Protection: the Evolution of Investor the EU's Approach*, in M. CASPER, L. KLÖHN, W. HENNING-ROTH, C. SCHMIES (eds.) *Festschrift für Johannes Köndgen*, Köln, 2016, 397 ss.; V. COLAERT, *Building Blocks of Investor Protection: All-embracing Regulation Tightens its Grip*, *Journal of European Consumer and Market Law* 6(2017) 240; M. SIRI, S. ZHU, *EU Investor*, in A. BARTOLINI, R. CIPPITANI, V. COLCELLI (eds.) *Dictionary of Statutes within EU Law*, 214-215. Precisano poi come il *client best interest* sia perseguito attraverso la regola della *product governance* in tutte le sue singole fasi – che dunque vi sono informate strutturalmente – anche J. B. POULLE, A. KANNAN, N. SPITZ, S. KAHN, A. SOTIROPOULOU, *Eu Banking and Financial Regulation*, Cheltenham, 2024, 226, laddove specificamente viene sottolineato che «It aims to enhance investor protection by ensuring that producers and distributors of financial instruments and structured products act in clients' best interest during all the stages of the life cycle of the products».

²³ EIOPA, *Ibid.*, 2.1., 7., dove l'Autorità europea fa espresso riferimento al fatto che i produttori, durante le fasi del test e della *reviewing*, debbano propriamente *dimostrare come abbiano considerato il benchmark nell'ideazione del proprio prodotto* e come questo offra valore sia nel momento del test che, continuativamente, nella fase di revisione periodica.



assicurati – non può che comportare conseguenze dirette sul contratto. Il modello regolatorio sospinto da EIOPA esprime chiaramente questa scelta di campo e rinviene nel benchmarking una conferma del customer-centric approach prescelto dai pacchetti MiFID II e IDD.

Appare dunque perfino scontato ribadire che un sistema aziendale strutturalmente rivolto alla creazione di un contratto economicamente equilibrato – e dunque più generalmente al client best interest²⁴ – comporti la realizzazione di un prodotto adeguato.

Un ultimo aspetto significativamente inciso dal benchmark approach sostenuto dall’Autorità europea riguarda la fase conclusiva dell’attività. Risulta evidente, come confermato dalla normativa settoriale²⁵, che il momento distributivo debba considerare le scelte di politica imprenditoriale assunte dai produttori. In verità la stessa regola di product governance, di per sé, impone una restrizione alla commercializzazione²⁶, rivolta, salvo rare eccezioni, al target market positivo.

Il parametro di riferimento, però, rappresenta una misura se si vuole diversa, perfino ulteriore, nel senso precisato dalla stessa Metodologia²⁷. La comparazione con la misura adottata dai regolatori, infatti, potrebbe richiedere una rivalutazione della POG policy. Ciò di conseguenza imporrebbe ai distributori di sospendere la vendita delle polizze e di rimodulare il prezzo contrattuale affinché risulti coerente con quello degli altri prodotti venduti nello stesso mercato target nonché, dunque, con il benchmark.

²⁴ In sostanza, anche attraverso l’integrazione della *product governance* per mezzo del *benchmark*, viene ribadito da EIOPA quell’indirizzo interpretativo che pone il *miglior interesse del cliente* al centro delle misure organizzative degli intermediari. Per vero non solo di quelli assicurativi, ma anche finanziari in senso lato. Nell’ordinamento interno, laddove il T.u.f. e il Regolamento Intermediari sono stati modificati secondo le prescrizioni della MiFID II comprensive di quelle attinenti alla *product governance*, questo profilo è stato attentamente colto. Dalla dottrina come dimostra F. COSTANTINO, *L’attuazione della Direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, II, 62; più recentemente D. MAFFEIS, *MiFID II e il conflitto di interessi*, in *Rass. dir. civ.*, 2020, IV, 15. Al contempo anche la giurisprudenza di legittimità ha rinvenuto quale principio e finalità degli obblighi organizzativi e di condotta il perseguimento dell’interesse del cliente, come dimostra Cass. 13 luglio 2017 n. 19013, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, II, 1, con nota di D. MAFFEIS.

²⁵ Quanto alla disciplina assicurativa che qui interessa si faccia riferimento all’art. 8 co. 1-4 del Regolamento delegato (Ue) 2017/2358, nonché anche agli artt. 10 e 13 del Regolamento Ivass 45/2020.

²⁶ A fronte della tutela della clientela, punto di orientamento essenziale che sta alla base delle politiche di *product governance*, non può non negarsi come, di contro, tale regola abbia avuto un impatto di non poco momento sulle strategie commerciali degli intermediari. Il punto è correttamente sottolineato da V. COLAERTS, *Investor Protection in Capital Markets Union*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (eds.), Oxford, 2018, 364 che rammenta perfino che, benché la *governance* del prodotto non sia stata pensata per imporre una restrizione alla distribuzione, essa potrebbe però determinare invece un simile effetto.

²⁷ Nell’accezione cioè di misura complementare rispetto alle procedure di *product governance* precisata *supra* p. 7.



Un ulteriore profilo, direttamente legato a quest'ultima considerazione, merita di essere sottolineato: quello del possibile impatto che il benchmarking potrebbe determinare rispetto all'equilibrio concorrenziale del mercato. Se infatti, per un verso, il benchmark rafforza la centralità della client protection, per l'altro tende, limitatamente a ciascuna porzione di clientela previamente individuata, a un'omogeneizzazione dell'offerta. Di conseguenza la standardizzazione della strategia distributiva condurrebbe all'esclusione di prodotti complessi o altamente personalizzati dal mercato, laddove non dimostrino un adeguato rapporto qualità-prezzo. Di contro, però, le dinamiche concorrenziali potrebbero svilupparsi non tanto sulla base della diversità delle soluzioni contrattuali prospettate, bensì lungo la direttrice del "valore" (del prezzo) del prodotto²⁸.

4. Riflessioni conclusive alla luce della Metodologia: portata eterointegrativa del value for money e conformazione dell'autonomia privata da parte delle Autorità di vigilanza

Da una prima lettura della Metodologia, dunque, non possono che derivare alcuni spunti di riflessione, riguardanti principalmente il rapporto tra autonomia privata e poteri pubblicistici.

In questo senso, le considerazioni finali insistono su come le Autorità di vigilanza possano influenzare – financo modificandone il contenuto – l'organizzazione d'impresa nonché gli atti e i rapporti negoziali.

Va innanzitutto rammentato che simili conclusioni si inseriscono all'interno di un dibattito oramai consolidato in cui la portata conformativa della product governance sui presidi organizzativi e, soprattutto, sul prodotto-contratto è stata confermata dalla più attenta dottrina²⁹.

²⁸ Con riferimento alla produzione e alla distribuzione degli Ibips non può non notarsi come EIOPA abbia, per prima tra le Autorità europee in anticipo rispetto all'avvento riformatore delle Istituzioni, colto come la *product governance*, ispirata al *value for money*, incida sulle dinamiche di *pricing*. In sintesi, come queste regole impattino in termini rilevanti nella catena di produzione del valore. A tal proposito si leggano le considerazioni appunto di EIOPA, *Peer Review on Product Oversight and Governance (POG)*. *Peer Review Report*, EIOPA-23/420, 20 July 2023, laddove si rammenta che una *POG* non sufficientemente sviluppata conduce a un «poor value to consumers».

²⁹ Bisogna rammentare che, quanto al primo profilo – cioè all'impatto conformativo della regola sull'organizzazione dell'impresa – la dottrina ha beneficiato senza dubbio del prezioso supporto della *soft law* delle autorità di vigilanza. Ci si riferisce, in particolar modo, al contributo di EBA, *Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking products* EBA/GL/2015/18, 15 July 2015. Dapprima nella sezione 2 ("Subject matter, scope and definitions") si specifica che l'oggetto delle Guidelines consta nell'«[...] establishment of product oversight and governance arrangements for both, manufacturers and distributors as an integral part of the general organisational requirements linked to internal control systems of firms». La Guideline 2 ("Manufacturers' internal functions") al punto 2.1. specifica infatti che «The manufacturer should ensure that product oversight and governance arrangements are an integral part of its governance, risk management and internal control framework as referred to in GL 44, where applicable. To



La Metodologia si iscrive a pieno titolo all'interno di una simile cornice teorica e applicativa laddove, attraverso una tecnica regolatoria basata sull'assunzione del parametro, individua il value for money quale clausola preminente nel contesto dei mercati finanziari³⁰. In questo caso, però, la soft law di EIOPA sembra arricchire ulteriormente di contenuto e significato il tema di un corretto rapporto tra costi e qualità dei servizi forniti.

Il benchmark infatti integra lo strumentario approntato dalla disciplina settoriale per provvedere all'equilibrio economico del contratto assicurativo, a vantaggio dell'assicurato. Una tale misura obiettiva, autonoma e applicata in seguito alla progettazione del prodotto, come ricordato (v. supra, p 6-7) incentiva le imprese a dotarsi di presidi POG ben funzionanti e costantemente monitorati.

Le implicazioni più significative che però derivano dall'adozione del benchmark attengono alla conformazione del contratto, intesa quale effetto dell'eterointegrazione da parte delle Autorità di vigilanza.

Questo profilo necessita di essere puntualizzato giacché, nell'ambito dei mercati regolati, l'integrazione – se non addirittura la predisposizione – contrattuale tramite gli atti delle agencies non costituisce certo una novità.

that end, the manufacturer's management body should endorse the establishment of the arrangements and subsequent reviews». Allo stesso modo, l'impatto della product oversight and governance bancaria si riversa anche sulla struttura organizzativa del distributore come previsto dalla Guideline 10.1. ("Distributors' governance"). Degno di nota, in questo senso, risulta essere anche il *Second EBA Report on the application of the guidelines on product oversight and governance (POG) arrangements (EBA/GL/2015/18)*, EBA/REP/2020/28, 120, p. 31, dove, a fronte del necessario sviluppo di un'organizzazione interna ispirata dai criteri POG, gli organi competenti risultano responsabili laddove i presidi di *product governance* non siano adeguatamente applicati. Ad ogni modo, per cogliere l'impatto della *product governance* sugli assetti organizzativi, amministrativi e contabili delle imprese finanziarie, si faccia riferimento ai contributi di M. ANGELONE, *Diritto privato "regolatorio", conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities*, in *Nuove autonomie*, 2017, III, 245; G. BERTI DE MARINIS, *I poteri conformativi delle autorità di vigilanza in ambito bancario e finanziario: l'impatto della product governance sulle imprese e sui contratti*, in M. ANGELONE, M. ZARRO (a cura di) *Diritto civile della regolazione. Conformazione degli atti di autonomia e disciplina dei mercati*, Napoli, 2022, 130-142.

Rispetto all'impatto conformativo della *product governance* – determinato peraltro anche dal principio del *value for money* – sul contratto, cioè sul prodotto dell'agire imprenditoriale, si leggano A. ANTONUCCI, *L'assicurazione claims made "tipizzata" dalle sezioni unite: limiti e prospettive*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, 146 e nuovamente G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati regolamentati*, Napoli, 2019, 79, 83; Id., *Governo del prodotto e conformazione dei contratti di assicurazione*, in *Ass.*, 2023, III, 411 e con espresso riferimento al rapporto tra *value for money clause* ed equilibrio contrattuale 427-430.

³⁰ Non solo di quello assicurativo, in cui essa si è sviluppata ed è stata formalizzata anche attraverso numerosi atti di *soft law* dell'Autorità di vigilanza europea. Come si è avuto modo di vedere *supra*, par. 1, il rapporto tra i costi e i servizi prestati è stato inserito anche all'interno delle riforme delle direttive sulla distribuzione *retail*.

Ad ogni modo per una panoramica sul *value for money* nel settore delle assicurazioni private si vedano F. LA FATA, *Il value for money nei prodotti assicurativi unit-linked: tra rischio demografico effettivo e disciplina dei costi e delle commissioni di gestione dei fondi*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2023, I, 2531 ss.; R. LO CONTE, *Il value for money nei processi POG: profili applicativi e prospettive future*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, II, 239 ss.



Com'è noto, i regolatori, in virtù del proprio potere normativo, di natura regolamentare, o per mezzo di altri atti – pareri, raccomandazioni, orientamenti – possono “plasmare” il contratto. Sarebbe in realtà più corretto dire che essi lo “funzionalizzano”, nel senso che intervengono su un atto di autonomia privata al fine di perseguire finalità generali imposte dalla disciplina settoriale³¹. E la funzionalizzazione del contratto, per vero, sussiste così nel settore finanziario, confermata dal regime della product governance, come nel contesto degli altri mercati regolati³².

Un ulteriore profilo d'interesse che emerge dallo studio della Metodologia consta nel fatto che l'integrazione contrattuale avviene tramite un intervento diretto della vigilanza che impatta sulle scelte dei contraenti e, in tale ipotesi, determina in parte il contenuto contrattuale³³.

Tramite la clausola del value for money, parte integrante dei processi di governance del prodotto, EIOPA incide sensibilmente la struttura contrattuale. L'Autorità europea aveva in vero già da tempo arricchito le procedure POG con alcune prescrizioni essenziali in tema di value for money, incidenti dunque sulla formazione di un prezzo corretto³⁴. Grazie alla Metodologia può apprezzarsi come l'impatto sull'autonomia negoziale si concretizzi, se si vuole, in termini ancora più netti: il benchmark inizialmente viene “costruito” da EIOPA, poi condiviso con i

³¹ Sulla “funzionalizzazione” del contratto da parte delle Autorità di vigilanza si esprime chiaramente V. RICCIUTO, *Regolazione del mercato e “funzionalizzazione” del contratto*, in *Studi in onore di Giuseppe Benedetti*, Napoli, 2008, 1625-1626. La medesima impostazione finalisticamente orientata del contratto quale strumento di regolazione del mercato è stata compresa altrettanto correttamente da A. ZOPPINI, *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, in M. MAUGERI, A. ZOPPINI (a cura di) *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 11-12.

³² Si pensi ad esempio all'influenza delle delibere ARERA nell'eterointegrazione dei contratti relativi alla prestazione di servizi di erogazione di energia elettrica e gas, su cui si leggano, *ex multis*, gli interventi di L. DI BONA, *Potere normativo delle autorità indipendenti e contratto. Modelli di eteronomia negoziale nei settori dell'energia elettrica e del gas*, Napoli, 2008, 23; M. GRONDONA, *Integrazione del contratto di utenza tramite delibera dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas: un problema (ancora) aperto*, in *Corr. giur.*, 2013, I, 603 ss. Ugualmente significativa è la capacità eterointegrativa dimostrata dell'AGCOM relativa ai contratti nel settore delle comunicazioni elettroniche. Sul tema si leggano le considerazioni di I. PERNA, “Authorities” e contratto. *Considerazioni sull'eteronomia regolamentare dell'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni*, in *Nuove Autonomie*, 2017, I, 113, ma anche D. FAUCEGLIA, *La conformazione autoritativa dei contratti di comunicazioni elettroniche*, in *Contr.*, 2018, IV, 475.

³³ Questo aspetto, benché non con riferimento all'applicazione della regola di *product governance*, bensì al potere prescrittivo previsto una volta in capo all'Isvap relativamente alla nota informativa che accompagna le polizze *linked*, è stato ben colto da G. GITTI, *Autonomia privata e autorità indipendenti*, in *Enc. dir., Annali*, V, 2012, spec. 134-135; ma anche M. IMBRENDA, Il ruolo delle autorità indipendenti nella integrazione e conformazione del contratto, in E. CATERINI, L. DI NELLA, A. FLAMINI, L. MEZZASOMA, S. POLIDORI (a cura di) *Scritti in onore di Vito Rizzo. Persona, mercato, contratto e rapporti di consumo*, Napoli, 2017, 915 ss.

³⁴ EIOPA, *Supervisory Statement on assessment of value for money of unit-linked insurance products under product oversight and governance*, EIOPA (2021) 0045739, 30 November 2021, 3.3., 5.



regulators nazionali, infine utilizzato dai produttori per ricalibrare il prezzo della polizza e la strategia distributiva.

In questi termini, dunque, il contratto viene modellato direttamente dai regolatori secondo i principi di vertice che ispirano l'ordinamento finanziario. Esso si afferma pertanto come un efficiente mezzo di regolazione volto a garantire il funzionamento del mercato secondo dinamiche competitive nonché la tutela dei soggetti più vulnerabili.