I SERVIZI DI CONSULENZA FINANZIARIA IN ITALIA. VERSO NUOVE RELAZIONI FRA UTILIZZATORI E FORNITORI?*

ANNA GENOVESE**

1. Premessa

La disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti ha subito, in seguito alla Direttiva MiFID (Direttiva 2004/39/CE), una profonda trasformazione.

L'evoluzione legislativa ha comportato un cambiamento radicale nel modello relazionale tra l'investitore – non più acquirente bensì utilizzatore – e il consulente – non più venditore di un prodotto bensì fornitore di un servizio. Nell'ambito di tale relazione, il servizio consiste in consigli, ossia “raccomandazioni personalizzate” circa una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario, offerti dall'intermediario autorizzato su propria iniziativa o su richiesta del cliente. La personalizzazione del consiglio implica che le raccomandazioni siano presentate come “adatte” al cliente, ossia basate sulle sue personali caratteristiche.

* Intervento introduttivo al Seminario CONSOB – LUISS Casmef – Rivista Minerva Bancaria, su “La domanda di consulenza finanziaria in Italia: determinanti e prospettive di sviluppo”, Roma, 6 dicembre 2016.

** Commissario Consob

Questo è, in sintesi, il modello di relazione consulente-cliente che la MiFID propugna, e l'orientamento verso tale modello di servizio di consulenza ha molteplici e rilevantissime ricadute.

La consapevole adesione degli intermediari al modello costituisce un potente strumento in grado di allineare – se correttamente tradotto nei processi aziendali – gli interessi di consulenti e investitori. Il modello può contribuire così a contenere gli effetti di situazioni di crisi, potenzialmente suscettibili di intaccare il rapporto fiduciario tra le parti e di erodere il fattore fiducia a livello di sistema. Il modello è in grado, sotto tale profilo, di arrecare benefici non solo a livello micro ma anche a livello macro e, per quello che qui più interessa, può significativamente impattare anche le determinanti e le prospettive di sviluppo della domanda di consulenza finanziaria.

La realizzazione delle cennate potenzialità del modello di offerta di consulenza introdotto dalla MiFID passa peraltro per la piena valorizzazione, a tutti i livelli, di alcuni profili di disciplina della consulenza medesima. Su tali profili di disciplina, in apertura di lavori, vorrei porre l'attenzione.

2. La valutazione di adeguatezza

Il consulente abilitato all'offerta fuori sede è inserito nell'organizzazione dell'intermediario. Ai fini della tutela dell'investitore, il fulcro della disciplina dei servizi finanziari è la c.d. valutazione di adeguatezza dell'investimento, la cui applicazione si ispira a un principio di graduazione delle tutele, che raggiunge la massima intensità per il cliente *retail*. L'intermediario non può stabilire che un'operazione è adeguata all'investitore (e quindi deve astenersi dal fornire il servizio) se non sulla base di informazioni sulle conoscenze ed esperienze del cliente in materia di investimenti, nonché sulla situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento del medesimo. La regola dell'adeguatezza, in particolare, continua ad applicarsi nei confronti dei clienti professionali, ma in misura meno rigida: quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale, infatti, gli intermediari possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze e che sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento; in tal caso la valutazione di adeguatezza si traduce in una mera verifica della

corrispondenza dell'operazione agli obiettivi d'investimento. Tale graduazione consente di contenere gli oneri a carico degli intermediari senza ridurre il livello di tutela previsto per gli investitori al dettaglio (vedi 31° considerando della MiFID). La normativa peraltro è evidentemente tesa a garantire una maggior protezione agli investitori con minore conoscenza ed esperienza negli investimenti e con minore capacità economica di sostenere il rischio.

La valutazione di adeguatezza è un caposaldo della corretta relazione consulente-cliente. Essa tuttavia, come è ribadito anche dagli Orientamenti emanati dall'ESMA nel mese di giugno 2012, riconosce agli intermediari, in ossequio al principio di proporzionalità, un consistente margine di autonomia nell'ampiezza del set informativo da rilevare in funzione del servizio offerto, delle caratteristiche dei prodotti e dell'ammontare dell'investimento. I criteri che l'intermediario deve rispettare derivano da parametri comparativi interni cui le procedure di rilevazione si devono conformare. In particolare, le informazioni da richiedere in occasione della prestazione del servizio di consulenza saranno maggiori e più dettagliate di quelle che dovranno essere raccolte per la gestione di portafogli. In quest'ultimo caso, infatti, le decisioni di investimento vengono assunte dal gestore ed è plausibile ritenere che il cliente, pur dovendo essere messo nelle condizioni di comprendere il rischio associato all'intero portafoglio e a quello dei singoli strumenti che lo compongono, non abbia conoscenze ed esperienza approfondite. Il set informativo sarà più ampio, inoltre, nel caso in cui i prodotti proposti sono complessi o illiquidi, poiché rispetto ad essi è importante verificare la capacità dell'investitore di comprendere e sostenere finanziariamente i relativi rischi. Infine, le informazioni da acquisire dal cliente devono essere tanto più dettagliate quanto maggiore è l'ammontare delle somme investite rispetto al portafoglio finanziario complessivo, quanto più complessi sono gli obiettivi di investimento e quanto più lungo è l'orizzonte temporale di riferimento.

La robustezza della valutazione di adeguatezza è dunque da ricercare attivamente da parte dell'intermediario e del consulente. Essa peraltro poggia su alcune basi.

La qualità della valutazione di adeguatezza è strettamente connessa alla qualità degli strumenti di rilevazione delle informazioni (cosiddetti questionari) e alle politiche e procedure aziendali che governano l'intero processo di rilevazione e l'utilizzo delle informazioni stesse nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza. La valutazione è dunque un *output* che per avere piena utilità richiede investimenti, a monte, da parte dell'intermediario e dello stesso consulente.

Peraltro, con riguardo alle risposte ai questionari, la psicomетria propo-

ne specifici richiami di attenzione sulla validità, intesa come capacità dello strumento di misurare realmente le variabili di interesse, e sulla attendibilità, intesa come minimizzazione del margine di errore delle misurazioni. Tali qualità sono associate all'ampiezza e alla significatività dei contenuti rilevati, secondo quanto indicato anche dalla ricerca economica e comportamentale, alla struttura (in termini di tipologia e formulazione delle domande e linguaggio utilizzato) e alle modalità di somministrazione dei questionari stessi. Il processo richiede quindi impegno per il miglioramento costante della qualità dell'*output*.

Altri investimenti sono necessari per la strutturazione delle procedure aziendali dell'intermediario e risentono della disciplina del flusso informativo tra cliente e consulente (cui ha riguardo già la MiFID e con maggior enfasi l'art. 24 della Direttiva 2014/65/UE c.d. MiFID 2 e il Technical Advice ESMA su MiFID 2 e MiFIR del dicembre 2014). La disciplina di tale flusso presuppone una rilevazione e archiviazione ordinata e trasparente delle informazioni relative a tutte le fasi del processo di valutazione di adeguatezza dell'investimento per il cliente individuato. Ciò, in modo da permettere la ricostruzione *ex post* del processo medesimo, e da parte delle autorità competenti, per le finalità di vigilanza, e da parte del professionista, per il monitoraggio e l'individuazione e la rimozione di eventuali criticità (idonee a causare *misselling*).

3. L'innalzamento dei presidi a tutela dell'investitore nell'offerta di consulenza

Ulteriori presidi a tutela dell'investitore, da inquadrare come interventi volti ad accrescere la qualità dell'offerta del servizio, dovranno essere da qui a breve introdotti, per effetto degli sviluppi normativi in materia. Essi attengono essenzialmente alla trasparenza e alla professionalità dell'offerta.

3.1 La disclosure sulle caratteristiche del servizio di consulenza

Con riferimento al primo aspetto, la MiFID2 e il Technical Advice ESMA concorreranno a rendere più facilmente identificabili le caratteristiche del servizio di consulenza. Per effetto di tali interventi, sono infatti stati previsti, a carico degli intermediari che prestano consulenza alla clientela, obblighi informativi più stringenti, anche con riferimento alla gamma di strumenti finanziari che potrebbero essere raccomandati dai consulenti e agli incenti-

vi eventualmente percepiti dai professionisti. Ciò in modo da permettere al cliente di avere contezza di eventuali conflitti di interessi e di tutti i costi del servizio di consulenza vera e propria. In particolare, in caso di prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'impresa di investimento, in tempo utile prima della prestazione della consulenza, deve informare il cliente di quanto segue: i) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; ii) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; iii) se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati.

Inoltre si prevede che l'intermediario debba esplicitare se il servizio di consulenza è fornito su base indipendente o meno, secondo la definizione rispettivamente fornita dal legislatore comunitario. In particolare, quando l'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa: a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Le ricadute di tali previsioni (contenute nel già citato art. 24 della Direttiva MiFID2 e nel Technical Advice ESMA su MiFID 2 e MiFIR, del dicembre 2014) sul mercato dipenderanno dalla qualità e dalla quantità dell'offerta ma anche da fattori che sono tutti in capo al consulente. Tra questi spicca la percezione del cliente, e quindi la capacità del consulente di veicolare informazione, circa il valore aggiunto di un servizio di consulenza, reso su base indipendente o meno, e la disponibilità del cliente a pagare un corrispettivo per la consulenza stessa.

I Technical Advice dell'ESMA rendono disponibile all'investitore che decida di avvalersi della consulenza un utile strumento di *screening*, che potrebbe

avere un impatto positivo sulla domanda del servizio, sia riducendo le asimmetrie informative che *ex ante* possono scoraggiare l'affidamento a un professionista sia incoraggiando il confronto tra diverse offerte (cosiddetto *shopping around*). Tuttavia c'è il rischio che da questa maggiore trasparenza la domanda tragga poco vantaggio.

Le più recenti rilevazioni pubblicate nel Report Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, oggetto di odierna presentazione, sembrerebbero evidenziare negli utenti una ridotta propensione ad avvalersi di un consulente finanziario (solo il 28% delle famiglie, infatti, riferisce di avvalersi di consulenza MiFID), una contenuta propensione a remunerare il consulente (riferita, in media, dal 25% degli intervistati) e una ridotta capacità di formulare un giudizio sul servizio fruito. In particolare, il 60% delle famiglie oggetto dell'indagine non ha un'opinione sull'esperto a cui si è affidata (il dato scende a 45% per i fruitori di consulenza MiFID), mentre, per coloro che sono in grado di individuare elementi di giudizio, la capacità di comprendere bisogni e obiettivi del cliente e gli aspetti emotivi ed empatici della relazione (come disponibilità e attenzione) rilevano più dell'assenza di conflitti di interessi.

In tali condizioni, anche l'efficacia che, per il buon funzionamento del mercato, possono svolgere gli obblighi di *disclosure* sui conflitti di interessi e sui costi del servizio potrebbe risultare modesta. Per una inversione di rotta, il principale impegno che si presuppone è da parte del consulente e attiene alla messa in campo di strumenti di efficace comunicazione riguardo la qualità e l'utilità del servizio prestato.

3.2 Altri interventi di regolazione dell'offerta di consulenza

Anche la regolazione dell'offerta di consulenza registra novità volte a incrementare la qualità e l'utilità del servizio cui, come osservato, si intende dare maggior trasparenza. Tali novità potrebbero significativamente e positivamente impattare sulla domanda di consulenza.

Un primo contributo in tal senso si deve agli Orientamenti ESMA, emanati nel mese di marzo 2016, in materia di valutazione delle conoscenze e delle competenze delle persone fisiche che prestano consulenza in materia di investimenti o forniscono informazioni alla clientela su strumenti finanziari e servizi d'investimento. In linea con tali Orientamenti, le imprese d'investimento sono chiamate a porre in essere misure organizzative per la regolare verifica della capacità del personale di porre al cliente domande pertinenti per

la valutazione di adeguatezza, di spiegare le caratteristiche di rischio e rendimento delle opzioni di investimento raccomandate, nonché di selezionare i prodotti più adatti al profilo del cliente. L'obiettivo è un innalzamento della qualità e della professionalità del servizio, da conseguire peraltro tenendo conto di molteplici fattori rilevanti. A tal fine, la Consob intende attivarsi per raccogliere dal mercato osservazioni e indicazioni in merito alle tematiche sulle quali è chiamata ad esercitare discrezionalità ai sensi degli Orientamenti. Gli Orientamenti infatti attribuiscono alle Autorità competenti nazionali il potere di richiedere maggiori livelli di competenze e conoscenze per il personale addetto alla prestazione del servizio di consulenza e per quello addetto alla fornitura di informazioni al cliente.

Nel medesimo novero sono da annoverare le previsioni contenute nella Legge di Stabilità 2016 (Legge 28 dicembre 2015 n. 208, art. 1, c. 36, 37, 39) in materia di consulenza finanziaria autonoma. Il quadro regolamentare sul punto richiede ancora di essere completato. Tuttavia mi preme segnalare, oltre alla rilevanza del nuovo servizio, un effetto combinato di previsioni di normativa primaria e secondaria: quello per cui la consulenza finanziaria autonoma non potrà essere prestata dalla persona fisica che operi già come consulente abilitato all'offerta fuori sede (cfr. l'art. 31, comma 2 del TUF e l'art. 106, comma d-bis del Regolamento Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007). L'assetto regolamentare stabilisce così un limite di fungibilità fra offerta di consulenza finanziaria autonoma e integrata, che segmenta il mercato. Specie in fase di avvio del nuovo servizio, questa rigidità può facilitare la nascita e la crescita di un servizio di consulenza realmente nuovo e alternativo, capace di intercettare una domanda inevasa o inespressa.