

Advisor & normative: l'impatto della MIFID

ARRIVA IL BIG BANG: GUIDA PER VINCERE

Saper riconoscere il proprio cliente e valutarne con un metodo certo la stabilità economico-patrimoniale. La sfida dell'eurodirettiva ai consulenti.

di Gaetano Megale (Progetica)

Il 2007 sarà il *big bang* della consulenza. Infatti, l'inesorabile dell'importante evento sarà il recepimento della direttiva europea MIFID, che regola, tra l'altro, il servizio di consulenza. Il conto alla rovescia sembra quindi essere iniziato: il recepimento è previsto per il 31 gennaio 2007; mentre l'entrata in vigore per il 1° novembre dello stesso anno. Ma per quale motivo questo evento è particolarmente significativo? La risposta è compresa in una parola: "adeguatezza".

ADEGUATEZZA, APPROPRIATEZZA E TRASPARENZA INFORMATIVA

Al fine di comprendere meglio i motivi del probabile *big bang* è opportuno fare una sintesi di alcuni elementi contenuti nella direttiva europea. Come è noto, la direttiva è finalizzata alla realizzazione del mercato unico dei servizi finanziari e introduce, tra l'altro, diverse regole per migliorare la tutela dei risparmiatori. Allo stato attuale della elaborazione della normativa, vengono imposti agli intermediari obblighi particolarmente stringenti in merito alla proposizione dei

servizi finanziari ai risparmiatori. Tra questi vi è quello di proporre i servizi in seguito a un processo che porti a conoscere realmente il cliente ("know your customer") per assicurare che siano fornite proposte coerenti. La vera novità è che tali obblighi sono tuttavia differenziati in funzione della tipologia di servizio offerta al risparmiatore. Infatti, per i servizi con alto contenuto di "personalizzazione", quali la gestione patrimoniale individuale e la consulenza, l'obbligo consiste nell'acquisizione da parte dell'intermediario di una *set* di informazioni ampio e articolato, al fine di valutare l'adeguatezza della proposta ("*suitability test*") e dunque a renderla nota al risparmiatore stesso. All'estremo opposto, per la prestazione dei servizi di mera "esecuzione" ("*execution only*") quali la ricezione e la trasmissione di ordini, non è imposto alcun obbligo di acquisizione di informazioni del risparmiatore nel caso si tratti di prodotti "semplici" (la loro classificazione è ancora dibattuta). In questo caso l'intermediario non è tenuto a valutare l'idoneità del prodotto e l'unico obbligo è

quello della trasparenza delle comunicazioni e delle modalità delle operazioni pre e post servizio. Per tutti gli altri servizi di investimento che non rientrano nella tipologia di "prodotti semplici" e che non hanno un alto contenuto di "personalizzazione", vi è l'obbligo da parte dell'intermediario di acquisire un *set* informativo ridotto al fine di valutare l'appropriatezza della proposta ("*appropriateness test*"). L'aspetto interessante che evidenzia la normativa è dunque la **distinzione netta tra le valutazioni di "adeguatezza" e "appropriatezza"** leddove la differenza è da identificarsi nel diverso grado di approfondimento della analisi delle esigenze del risparmiatore. Infatti, per i servizi di gestione e di consulenza le informazioni che vengono indicate come fondamentali per valutare l'adeguatezza sono relative a: **1)** le conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio; **2)** la situazione finanziaria e **3)** gli obiettivi di investimento. Mentre per gli altri servizi di investimento è sufficien-

te, per valutare l'appropriatezza, acquisire le sole informazioni relative alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto.

UN DIBATTITO ANTICO

La normativa pone dunque fine a un dibattito vecchio quanto la storia delle reti di distribuzione di prodotti finanziari in Italia:

"vendita" o "consulenza"? In fatti la distinzione tra "adeguatezza" ed "appropriatezza" e il diverso carico informativo da assumere è una grande occasione per esaltare l'attività di consulenza nelle sue dimensioni più squisitamente professionali. Tuttavia, a guardare in superficie la questione, qualcuno potrebbe pensare che in realtà non vi è alcuna novità all'orizzonte. Tutto sommato, sembra proprio che il concetto di "appropriatezza" stia alla "vendita centrata sul prodotto" come il concetto di "adeguatezza" stia alla "consulenza". D'altra parte, la scheda di investimento imposta dalla Consob, che dovrebbe essere diligentemente compilata dal promotore per ogni risparmiatore, contiene esattamente le indicazioni informative richieste come fondamentali per valutare la "adeguatezza" della proposta... Dove è la novità? Quale è l'evento particolarmente significativo per il *big bang* della consulenza? Probabilmente ciò che produrrà finalmente una evoluzione qualitativa e professionale del tema della consulenza è proprio **l'obbligo, da parte dell'operatore, di effettuare**

una "valutazione". E di comunicarla in maniera chiara e trasparente al risparmiatore, naturalmente evidenziando le motivazioni e le regole che ha utilizzato per elaborarla. Quindi non sarà più sufficiente "chiedere" semplicemente una qualche informazione per assolvere agli obblighi normativi. Sarà necessario dimostrare di utilizzare effettivamente le informazioni con regole razionali, obiettive e trasparenti.

UNA NUOVA INTERPRETAZIONE

Relativamente alla prestazione di consulenza in materia di investimenti la normativa specifica ulteriormente che le valutazioni si riferiscono a temi che non possono più essere equivocati o trascurati.

In evidenza, vi sono tre valutazioni da effettuare, particolarmente importanti per chi propone e riceve la consulenza:

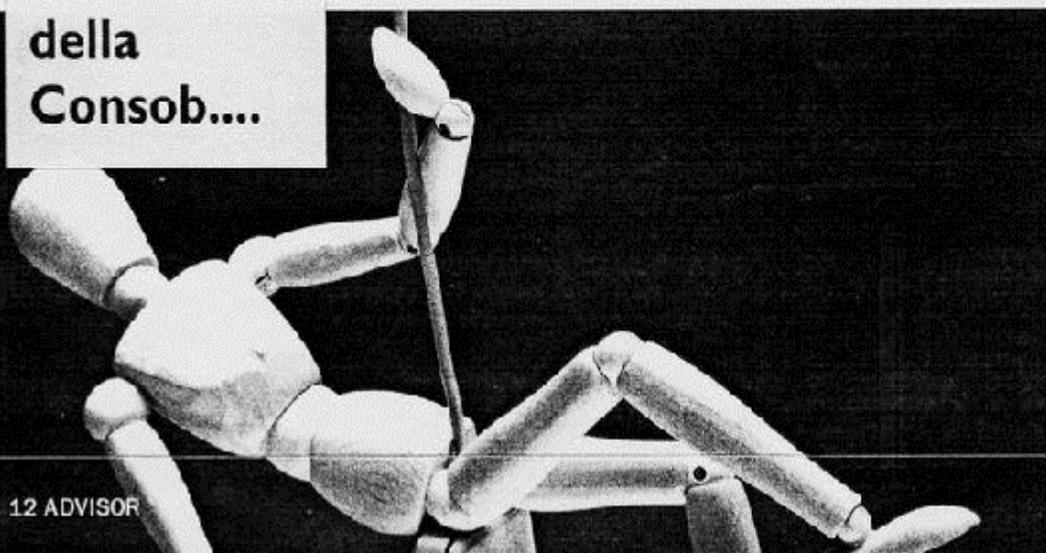
- 1)** Il cliente è finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con gli obiettivi di investimento?
- 2)** La proposta è coerente con la sua situazione finanziaria, con la fonte e la consistenza del suo reddito regolare, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari?
- 3)** Gli obiettivi di investimento includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento?

Questi tre interrogativi non possono che riferirsi alla obbligatorietà, da parte dell'intermediario, di elaborare proposte e valutare il cliente nella sua interezza e non su specifiche esigenze o preferenze. La normativa pone **una condizione chiarissima per qualificare un servizio come consulenziale**: la necessità di effettuare un'analisi complessiva della situazione economico-patrimoniale del cliente al fine di proporre soluzioni all'interno di un quadro di "stabilità" attuale e futuro. Ciò sarà prerequisito indispensabile per qualsiasi attività che si proponga di essere professionalmente consulenziale. E questa condizione servirà finalmente a discriminare "il vuoto dal pieno", ossia tra chi propone prodotti (all'interno di un'attività di vendita) e chi propone servizi consulenziali.

L'ANALISI DELLA STABILITÀ ECONOMICO-PATRIMONIALE DEL RISPARMIATORE

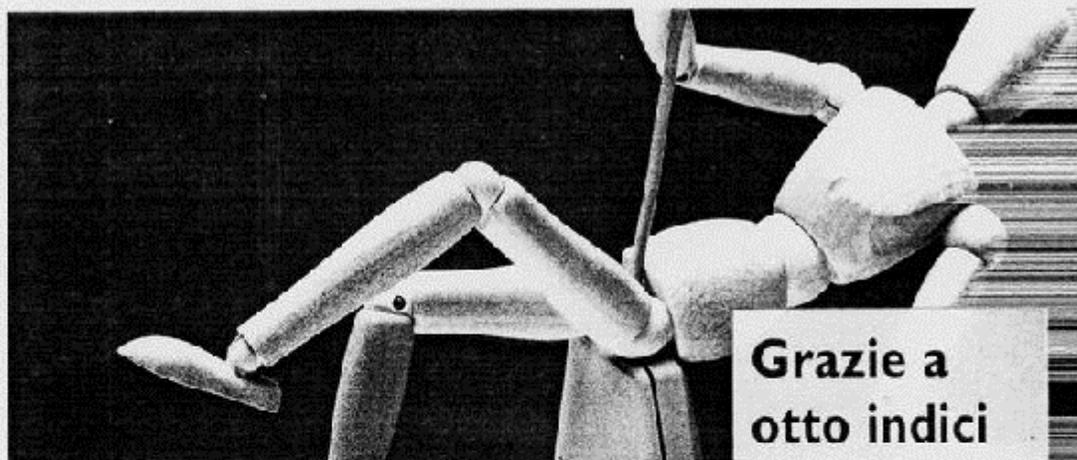
Le indicazioni consulenziali dovrebbero essere dunque elaborate all'interno di un'analisi e una valutazione complessiva della situazione del risparmiatore che, da un punto di vista economico e patrimoniale, dovrebbe essere finalizzata al raggiungimento della "stabilità" delle condizioni che ne definiscono l'assetto. Il concetto di "stabilità economico-patrimoniale" della famiglia si riferisce naturalmente alla condizione nella quale le finalità della famiglia stessa possono essere perseguite, riducendo al massimo l'incertezza relativa al suo contesto, interno ed esterno. Il senso di questa affermazione si può meglio cogliere se immaginiamo che qualsiasi proposta, seppur efficace ed efficiente "in sé", può non essere necessariamente coerente con la situazione economico-patrimoniale di un risparmiatore. Ciò potrebbe accadere se, ad esempio, non si tiene conto della situazione patrimoniale complessiva del risparmiatore, in particolare per la componente delle passività, oppure se si trascura di analizzare in maniera approfondita la situa-

Così viene messa la parola "fine" al vecchio dibattito: venditori o consulenti? E la scheda della Consob....



zione economica relativa alle entrate e alle uscite. Un esempio abbastanza evidente della necessità di elaborare le indicazioni consulenziali tenendo conto della dimensione di "stabilità economico-patrimoniale" è quello della definizione di un "portafoglio ottimizzato". Si immagini che tale elaborazione corrisponda precisamente alle indicazioni e alle aspettative del risparmiatore, quali l'orizzonte temporale dell'investimento, la perdita massima sopportabile sull'intero orizzonte, il rendimento atteso e il range di performance, probabilità oggettive delle stime, e così via.

In questo senso il portafoglio può essere senz'altro coerente con le esigenze del risparmiatore, potenzialmente efficace ed efficiente. Tuttavia, poiché le risorse sono normalmente un mezzo, e non un fine, ci si potrebbe interrogare circa "l'utilità" della consulenza in relazione ad un inquadramento complessivo all'interno della sua situazione economico-patrimoniale. Ad esempio, ci sono alcune questioni che legittimamente si potrebbero porre: il rischio di liquidità è stato valutato anche in relazione a possibili eventi imprevisti che potrebbero accadere? La struttura dell'asset allocation è coerente con l'allocation delle risorse generalmente intese, anche in funzione di una necessità di "riserva"? È stato anche valutato il rischio economico di sopportabilità dell'investimento in relazione all'ammontare e dunque il cosiddetto "dimensionamento dell'operazione"? Così, una qualsiasi proposta, relativa a una singola operazione o articolata su più esigenze, dovrebbe tenere in considerazione la situazione complessiva, sia economica (ossia relativa alle variabili tipicamente del conto economico) che finanziaria-patrimoniale (ossia relativa alle variabili dello stato patrimoniale). Per questi motivi, una proposta che assolve a tutti i requisiti di coerenza, efficacia ed efficienza con specifiche esigenze può comunque essere né coerente né funzionale in relazione a una situazione economico-patrimoniale instabile e che non giustifica né il dimensionamento dell'ope-



Grazie a otto indici misuriamo colui al quale vogliamo offrire prodotti e servizi finanziari.

razione né la sostenibilità economica della proposta stessa. In definitiva, in termini strategici, l'analisi e la valutazione della stabilità economico-patrimoniale del risparmiatore ha il valore della riduzione della incertezza del contesto entro il quale viene effettuata la pianificazione. Non solo. L'analisi e la valutazione della stabilità introduce un nuovo concetto di pianificazione, abbastanza inesplorato in Italia, che sembra essere sovraccinato a qualsiasi altra pianificazione finanziaria o previdenziale: la pianificazione economico-patrimoniale.

ALLA RICERCA DEI PARAMETRI DI STABILITÀ ECONOMICO-PATRIMONIALE

Le analisi e la valutazione della stabilità economico-patrimoniale di un risparmiatore richiedono innanzi tutto di definire "regole" e "parametri di stabilità" che devono essere personalizzati su ogni singolo risparmiatore. Tali parametri dovrebbero essere, in estrema sintesi, degli indicatori (nella letteratura statunitense definiti "financial ratios") da calcolare utilizzando i dati delle strutture che consentono di descrivere compiutamente la situazione del risparmiatore ossia il "conto economico" e lo "stato patrimoniale". Tale è infatti l'indicazione della normativa. Ciò significa che il consulente dovrebbe acquisire innanzi tutto le competenze professionali di saper leggere e interpretare il conto economico e lo stato patrimoniale di un risparmiatore (nel box a pag. 15 è riportata una sintetica descrizione della convenzione ufficiale di Bankitalia delle due strutture, ndr) e in

secondo luogo individuare indicatori che consentano di misurare, analizzare e valutare la stabilità economica e patrimoniale di un risparmiatore. L'individuazione dei parametri di stabilità sembra un'"impresa" abbastanza ardua e complicata del momento che, purtroppo, in Italia il tema non è stato ancora sufficientemente sviluppato. Fortunatamente la letteratura statunitense ha effettuato diverse ricerche in merito e ciò consente di sviluppare temi già in qualche misura "collaudati". Infatti, nelle nostre ricerche abbiamo individuato otto "financial ratios" che, secondo la nostra valutazione, sono capaci di rappresentare, compiutamente e con efficacia, il grado di stabilità economico-patrimoniale di un risparmiatore. Nel prossimo articolo proporrò una loro descrizione tecnica e qui semplicemente anticipiamo la loro denominazione: **1. indice di liquidità; 2. indice di copertura; 3. indice di solvibilità; 4. indice di gestione della situazione debitoria; 5. indice di liquidità patrimoniale; 6. indice di concentrazione dei redditi; 7. indice di risparmio; 8. indice di capacità di risparmio.** Questi indici sono definiti da rapporti tra grandezze economiche e finanziarie, incrociando e valutando dati sia relativi al conto economico che allo stato patrimoniale del risparmiatore, proprio per effettuare una misurazione quanto più possibile consistente e complessiva della sua realtà. Naturalmente tutti gli indici dovrebbero essere calcolati nella realtà italiana in quanto profondamente diversa da quella statunitense.

Bankitalia fissa questi paletti per i bilanci delle famiglie

La situazione economica della famiglia è definita dal conto economico che, da un punto di vista generale, registra i redditi e i consumi in un determinato arco temporale, generalmente espresso su base annuale. Questa operazione consente di individuare il saldo tra le due grandezze, il risparmio, che presenta generalmente valori positivi ma anche valori negativi. In questo secondo caso i consumi eccedono i redditi e ciò significa che la ricchezza del risparmiatore diminuisce in quanto ha finanziato i propri consumi con la ricchezza accumulata. Il conto economico presuppone dunque la dinamica economica della famiglia in un dato periodo, comprendendo tutti i tipi di reddito ricavati nel periodo, al netto delle imposte dovute a vario livello e titolo, e tutti i consumi effettuati, compresi gli impegni finanziari assunti (mutui, polizze...) per soddisfare necessità ed esigenze della famiglia. Qui di seguito si riporta, in estrema sintesi, la composizione della struttura del conto economico, secondo la codifica ufficiale utilizzata da Banca d'Italia nella ricerca "I bilanci delle famiglie italiane".

Il reddito disponibile netto:

- reddito da lavoro dipendente
- pensioni e altri trasferimenti
- reddito da lavoro autonomo
- reddito da capitale

I consumi:

- consumi durevoli
- consumi non durevoli
- impegni finanziari

Il risparmio:

- determinato al saldo come differenza tra il reddito disponibile netto e consumi.

La situazione patrimoniale della famiglia è definita dallo stato patrimoniale che, da un punto di vista generale, registra le attività e le passività in un determinato momento e rappresenta il complesso dei mezzi economici, valutati in termini monetari, a disposizione della famiglia stessa per perseguire i propri fini istituzionali. La definizione dello stato patrimoniale consente di individuare il saldo tra le due grandezze, la ricchezza netta, che presenta generalmente valori positivi ma anche valori negativi. Qui di seguito si riporta la composizione della struttura dello stato patrimoniale, secondo la codifica ufficiale utilizzata da Banca d'Italia nella ricerca "I bilanci delle famiglie italiane" e adattata per un utilizzo finalizzato alla consulenza.

Le Attività sono distinte in:

Finanziarie:

- depositi
- titoli di Stato
- altre attività mobiliari
- crediti da altre famiglie

Reali:

- immobili
- aziende
- oggetti di valore

Le Passività si articolano in:

- debiti verso banche e società finanziarie
- debiti verso altre famiglie

La ricchezza netta familiare è costituita dalla somma delle attività finanziarie e delle attività reali al netto delle passività finanziarie.

ALLA RICERCA DI UNA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

Oltre ai parametri, per effettuare analisi e valutazioni circa la stabilità economico-patrimoniale del risparmiatore è necessario anche individuare una metodologia con la quale sia opportuno determinare i valori di riferimento che servono, per confronto, a "diagnosticare" il suo grado e la sua condizione di stabilità.

Un po' come accade per le analisi del sangue dove sono chiaramente individuati sia i parametri da esaminare sia i valori ematici "normali" al di sotto o al di sopra dei quali si hanno maggiori probabilità di incorrere in una qualche patologia. La letteratura statunitense ha prodotto sul tema della valutazione della stabilità economico-patrimoniale dei risparmiatori diversi approcci metodologici e tutt'ora

il dibattito su quali siano le modalità maggiormente funzionali è ancora aperto. L'approccio maggiormente criticato, e a buona ragione criticabile, è quello che potremmo definire "convenzionale" che consiste nella **definizione dei parametri di valutazione fatta da qualche autorevole studioso o intermediario** che indica alla comunità quale, secondo il proprio punto di vista, sarebbe il parametro per stabilire la solvibilità o meno della situazione economico-patrimoniale di una famiglia.

Questo approccio offre il fianco a una critica sostanziale: "quale rappresentatività e fedeltà alla realtà dei risparmiatori ha un'opinione, anche se rispettabile, di un qualche studioso o intermediario?". Qui il discorso può diventare complesso e particolarmente irto di difficoltà di interpretazione. Tuttavia per una consulenza che è fortemente orientata a cogliere la realtà del risparmiatore dovrebbe valere il principio secondo il quale i parametri di riferimento per effettuare analisi e valutazioni obiettive non dovrebbero essere generati nella realtà e dal punto di vista del consulente. Infatti il **consulente potrebbe essere "prigioniero" dei suoi stereotipi e dei suoi luoghi comuni** sui risparmiatori e potrebbe essere portato a proiettare, anche inconsciamente, le sue opinioni e anche i suoi "desideri". Oltre a ciò, una definizione convenzionale dei parametri valide per tutti e, per definizione, valida per nessuno di essi, se ammettiamo appunto che i risparmiatori siano diversi.

Un altro approccio è quello di definire, anche se convenzionalmente, **parametri di valutazione "intersoggettivi"** che rappresentano la media delle opinioni di una o più comunità di operatori professionali (quali ad esempio, i *financial planner* e/o educatori finanziari). Questo approccio potrebbe risolvere alcuni problemi generati dall'approccio "convenzionale" quali quello della possibilità dell'errore di ciò che viene proposto. In altre parole, si presuppone che la valu-

L'advisor potrebbe essere prigioniero dei suoi stereotipi e dei suoi luoghi comuni. E così portato a proiettare sui clienti le sue opinioni e i suoi desideri.

tazione media di diversi operatori possa convergere verso un punto che rappresenti proprio un parametro di valutazione equilibrato e per questo motivo "vero" o "realistico". Il vantaggio di questo approccio è quello di **eliminare la possibilità di "opinioni estreme"** e assumere un parametro che può essere così largamente "condiviso". Tuttavia, la critica che anche noi muoviamo a questo approccio continua a essere quella della "arbitrarietà convenzionale" della definizione dei parametri di riferimento. Infine, un altro approccio, che raccoglie il nostro consenso, è quello che potrebbe essere definito "funzionale". Il metodo che ci accingiamo a presentare poggia su un assunto che può essere sintetizzato nella considerazione che "la realtà è l'espressione di un sostanziale equilibrio funzionale". Ciò significa che, si perdoni la banalità dell'esempio, l'esistenza della "casa" come struttura fisica è spiegato semplicemente dalla funzione che la casa stessa svolge, che è per l'appunto quella di offrire riparo e ricovero per chi l'ha acquistata o costruita. L'approccio funzionalista spiega dunque un fenomeno sulla base della capacità del fenomeno stesso di soddisfare una necessità funzionale individuale o collettiva. In relazione ai fenomeni o ai comportamenti economici, l'ipotesi evolutivista di Armen A. Alchian può offrire spunti di riflessione circa la spiegazione funzionale dei comportamenti economici dei risparmiatori.

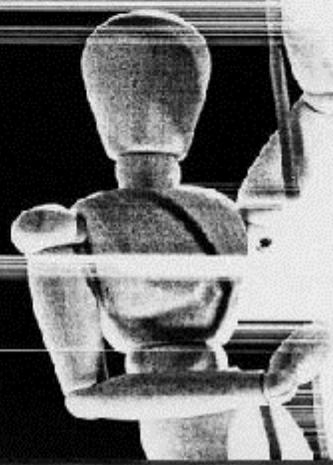
UNA TEORIA ECONOMICA PER LO SVILUPPO DI UNA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE EFFICACE

Armen A. Alchian è professore emerito del dipartimento di economia dell'**UCLA (University of California, Los Angeles)** ed è considerato uno dei fondatori più autorevoli della prestigiosa scuola economica laddove ha fatto anche parte della famosa RAND Corporation. La teoria di Alchian propone la seguente tesi: l'adozione di comportamenti economici da parte delle aziende è basata su un processo di tentativi ed errori, in parte casuali e in parte consapevoli, come pratica capace di soddisfare la necessità funzionale della sopravvivenza aziendale in un sistema economico in condizioni di forte incertezza. Infatti le condizioni di incertezza rendono molto difficile per le aziende decidere consapevolmente circa le modalità per massimizzare le condizioni di sopravvivenza e di stabilità economica.

Accade invece che, attraverso il caso e/o tentativi ed errori più o meno consapevoli, le aziende sperimentino diversi comportamenti economici. Solo le aziende che riescono a implementare comportamenti adeguati sopravvivono, mentre le altre si trovano di fronte a diverse opzioni: fallire, essere acquistate dalle imprese di successo o imitare le imprese di successo. Attraverso questo meccanismo nel sistema economico si avrà una prevalenza di aziende efficienti non perché veramente e consapevolmente capaci di su-

perare l'incertezza, ma perché i comportamenti economici posti in atto sono frutto di un processo quasi-casuale di prove ed errori, molto simile a quello che agisce nel campo biologico della selezione naturale. In questo senso l'adozione di comportamenti economici funzionali alla stabilità economico-finanziaria della azienda (per caso, per prove ed errori, imitazione, e così via) è spiegato dalle sue conseguenze positive per la sopravvivenza nel sistema economico in condizioni di incertezza. La funzione dei comportamenti è dunque quella di garantire la sopravvivenza e la stabilità economico-finanziaria dell'azienda. Mutando la teoria di Alchian nel campo delle "azienda-famiglia" del risparmiatore si può addivenire alle medesime conclusioni. Si può affermare che i comportamenti economici e finanziari dei risparmiatori, nel loro complesso, tendono a essere funzionalmente coerenti con i fini della famiglia stessa e dunque assicurano l'elemento controllo per il quale si costituisce la famiglia, ossia quello di offrire ai propri componenti una prospettiva di sviluppo all'interno di un quadro di stabilità. Con questa affermazione non si intende sostenere che i comportamenti economici delle unità familiari siano frutto di una consapevole e razionale analisi, ma che la derivazione dei parametri di valutazione per la stabilità può essere effettuata analizzando statisticamente i comportamenti economico-finanziari sull'aggregato delle famiglie dei rispar-

Ciclo di vita, ambiente, status economico e di famiglia fotografano l'investitore.



miatori in quanto esprimono uno stato di equilibrio funzionale alla stabilità economico-patrimoniale stessa. Naturalmente questo "stato di equilibrio" è dinamico ed è fortemente influenzato da fattori socio-culturali per i quali i comportamenti sviluppano tendenze evolutive sempre più efficienti e funzionali allo scopo, laddove l'apporto consulenziale dell'operatore favorisce proprio questa tendenza.

IL BENCHMARK DEGLI INDICI DI STABILITÀ

L'ipotesi di lavoro è dunque quella che per individuare i parametri per la valutazione della stabilità economico-finanziaria delle famiglie sarebbe opportuno analizzare statisticamente gli indici dei gruppi di riferimento dei risparmiatori in quanto espressione di comportamenti che mediamente sono funzionali allo scopo. Così il calcolo della distribuzione dei valori degli indici di stabilità per ciascun gruppo di riferimento può consentire da una parte l'individuazione di valori tendenzialmente "normali" e "funzionali" degli indici stessi e dall'altra di confrontare quelli dello specifico risparmiatore al fine di effettuare valutazioni circa l'opportunità di attivare provvedimenti raccomandabili. Per analogia, così come lo studio e l'analisi dei "benchmark" degli OICR aiutano a comprendere la specificità e l'unicità del fondo comune di investimento, allo stesso modo lo studio e l'analisi dei benchmark degli indici di stabilità, calcolati sul "gruppo di riferimento", possono essere utili all'operatore per orientare efficacemente la prassi consulenziale con il singolo risparmiatore. Naturalmente

te i benchmark degli indici di stabilità economico-patrimoniale non sono delle indicazioni da "replicare" sul risparmiatore. Sono semplicemente spunti di riflessione che possono guidare ad assumere decisioni quanto più efficaci e personalizzate per ogni singolo risparmiatore. Questo ragionamento porta alla conclusione che per effettuare stime e valutazioni degli indici di stabilità economico-patrimoniali consistenti è necessario individuare "fattori discriminanti" che consentano di identificare popolazioni diverse di risparmiatori per condizioni socio-economiche e status.

I FATTORI DISCRIMINANTI PER L'ANALISI STATISTICA E LA DEFINIZIONE DEI BENCHMARK DI STABILITÀ

Dalle nostre analisi, e dalla letteratura statunitense sul tema, emerge con chiarezza che è necessario tener conto di alcune variabili per interpretare la situazione di stabilità economico-patrimoniale del risparmiatore. In definitiva, vi sono quattro fattori che sembrano discriminare i risparmiatori. Il primo fattore si riferisce al suo "life cycle". In fatti l'età del risparmiatore è da diverse teorie assunta quale variabile fondamentale che differenzia marcatamente gli assetti e le consistenze sia economiche che patrimoniali. E' del tutto evidente che non avrebbe senso confrontare o valutare rispetto a un medesimo criterio risparmiatori con età molto diverse che implicano significative differenze, sia relativamente al conto economico che allo stato patrimoniale. Il secondo fattore si riferisce all'ambiente economico entro il quale il risparmiatore vive. E' ragionevole ipotizzare che questo fattore incida significativamente sulle condizioni economico-patrimoniali individuali dei risparmiatori: le differenze di territorialità, ossia dell'area geografica di residenza e perfino della comunità in cui vivono significativamente sulla situazione economica di contesto. Il terzo fattore è relativo allo status economico del risparmiatore medesimo. Come è facile immaginare, le diverse posizioni economiche fanno modificare profondamente le valu-

CONSULENTI INDIPENDENTI: il Senato torna a ragionare

«Sostituire le parole: "ferma restando" con le seguenti: "nonché, limitatamente al servizio di consulenza in materia di investimenti, alle persone fisiche in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob"». Così il Senato ha spinto il Governo a fare retromarcia in tema di consulenza finanziaria, riportando la MIFID al suo stato originale. Nel corso del dibattito relativo al disegno di legge 1014 un gruppo di senatori, guidato da **Giorgio Benvenuto** (gruppo Uivo) ha riaperto le porte ai "liberi professionisti" del risparmio gestito presentando l'emendamento all'art. 10 comma c, che lo scorso 21 settembre aveva scatenato l'ira degli advisor italiani riservando a banche e società per azioni l'attività di consulenza finanziaria. Un regalo di Natale anticipato molto gradito dal mondo degli advisor.

Il corretto recepimento della direttiva MIFID, con l'apertura alle persone fisiche, oltre che tutelare i risparmiatori italiani darà la possibilità a tutti i consulenti senza conflitti di interesse (fee only) già operativi di poter continuare ad operare con dedizione e professionalità, ma soprattutto permetterà a tutti gli appassionati della materia di poter seguire percorsi formativi specifici al fine di intraprendere la professione» commentano dalla sede dell'associazione **NAFOP** (The National Association of Fee Only Planners). E in vista della definizione delle modalità di attuazione della direttiva MIFID NAFOP si propone come partner «delle autorità statali che dovranno regolamentare la professione e definire gli standard per le autorizzazioni ad operare in qualità di advisor».

tazioni di stabilità economico-patrimoniale. Il fattore può essere descritto da un "grappolo" di variabili, fortemente interrelate tra loro, ma che si possono sintetizzare in un solo descrittore: l'occupazione, ossia l'attività lavorativa o professionale esercitata dal risparmiatore. Le altre variabili correlate risultano essere il sesso, il titolo di studio e il settore di attività. Il quarto fattore raccoglie le variabili che descrivono lo status della famiglia. Infatti la valutazione della stabilità economico-patrimoniale di un risparmiatore è fortemente dipendente dallo stato civile, dalla numerosità dei componenti della famiglia e infine dal numero dei percettori di reddito che contribuiscono al sostegno del menage familiare. Una metodologia per la valutazione della stabilità economico-finanziaria del risparmiatore necessita dunque di essere coniugata sul "gruppo di appartenenza" del risparmiatore stesso identificato mediante i fattori discriminanti menzionati.