



1 *Bilancio dei primi tre anni della direttiva europea*

Non è colpa della MiFID

Non si può imputare ad una normativa il “fallimento” nel perseguimento delle sue finalità. Manca una cultura della “qualità” della consulenza.

**di Gaetano Megale -
Progetica**

Dopo quasi 3 anni dall'entrata in vigore della MiFID è possibile fare un bilancio sul tema della consulenza in materia di investimenti e cercare di delineare, o auspicare, i possibili sviluppi normativi e di mercato della consulenza stessa. Fatte salve le finalità generali della normativa, nel passato abbiamo registrato da più parti numerose valutazioni negative della MiFID in conseguenza del-

la sua attuazione. Qui ne riportiamo alcune: significativo appesantimento operativo, incremento rilevante dei costi dell'implementazione e della gestione amministrativa, profilatura del cliente formale e persino inutile per l'effettiva operatività, eccessiva documentazione da fornire al cliente, avversione della clientela al disbrigo delle pratiche, incremento importante del rischio di contenzioso con la clientela. Tuttavia molte di queste valuta-

zioni non possono essere, onestamente, imputate alla normativa “in sé”. È possibile che la sua complessità si origini da come la normativa venga interpretata e, dunque, implementata dagli intermediari. Ad esempio, una lettura formale della MiFID induce necessariamente a far proliferare la “carta” e a incrementare le difficoltà operative che, obiettivamente, danneggiano gli intermediari, gli operatori e gli stessi clienti.

A questo proposito, siamo del tutto certi che non sia possibile semplificare l'operatività mediante una migliore organizzazione e comunicazione con la clientela?

Inoltre, se la MiFID non viene vissuta dagli intermediari come un modello relazionale con i clienti, è evidente che la divaricazione con i comportamenti effettivi può produrre elevati rischi di contenzioso con ricadute reputazionali negative. Anche qui, siamo certi che non sia possibile far convergere i comportamenti commerciali e quelli formali in maniera da eliminare, alla radice, le difformità?

Questi quesiti evidenziano comunque un dato di fatto.

I primi tre anni della normativa sono stati utilizzati dal mercato **"semplicemente" per implementarla**, prestando attenzione soprattutto ai suoi aspetti formali, disattendendo talvolta, come la stessa **Consob** ha spesso evidenziato, lo stesso spirito della norma.

Le attività di implementazione della MiFID da parte degli intermediari hanno evidenziato che vi sono differenti interpretazioni della consulenza, tutte formalmente ammissibili ma con diverso valore sostanziale. Ciò è dovuto al fatto che la normativa, naturalmente, non definisce i contenuti metodologici del servizio di consulenza in quanto fornisce "solo" una sua definizione che insiste su due concetti cardine: personalizzazione ed adeguatezza delle raccomandazioni al cliente.

Dalla lettura di alcuni significativi documenti relativi alla consulenza (quali il Quaderno di Finanza Consob n. 64 *"Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria"* del luglio 2009 e il documento del Cesr *"Understanding of the definition of advice under Mifid"* dell'ottobre 2009 e dei Feedback Statement dell'aprile del 2010) è possibile delineare diverse possibili tipologie operative del servizio consulenziale che possono convivere nel mercato.

CONSULENZA COME SELEZIONE DI PRODOTTI

È il profilo di servizio **più distante dallo spirito della normativa MiFID** e presenta il più scarso contenuto qualitativo. L'adeguatezza viene valutata su ciascuna singola operazione, senza considerare l'impatto della sottoscrizione o vendita sull'intero portafoglio delle attività del cliente. Il servizio assume una forma "episodica" e non considera criteri razionali di allocazione delle risorse, laddove le scelte sono effettuate in base a considerazioni del tutto contingenti. Il portafoglio delle attività finanziarie del cliente risulta così privo di ogni criterio strategico di organizzazione ed il servizio si sviluppa nel tempo essenzialmente su aspetti rendicontativi dei prodotti.

CONSULENZA COME OTTIMIZZAZIONE DI PORTAFOGLIO

È il profilo di servizio che si concentra sulla **dimensione "tattica" della consulenza**, ossia sull'allocazione delle risorse in funzione di un unico profilo di tempo-rischio-rendimento. L'adeguatezza viene valutata su un "portafoglio modello" e la personalizzazione consiste nella scelta di prodotti coerenti, individuati all'interno della gamma a disposizione. Il servizio poggia sulla proposizione di un portafoglio con un grado di rischio collegato al profilo del cliente. Eccezionalmente considera anche le attività finanziarie detenute presso terzi, e il portafoglio è definito da algoritmi di ottimizzazione per incrementare il rapporto di efficienza tra rendimento e rischio su un determinato orizzonte temporale. La gestione del portafoglio nel tempo è finalizzata al mantenimento del rapporto rischio-rendimento definito inizialmente e ciò determina l'operatività di acquisto/vendita dei prodotti.

CONSULENZA COME PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Il servizio consulenziale effettua una articolata ed **approfondita analisi dei bisogni** del cliente identificando le necessità relative a una pluralità di bisogni organizzati per priorità: liquidità, riserva, obiettivi di vita (ad esempio, casa, flussi reddituali per pagamenti, studio dei figli, etc.), investimento - inteso come accrescimento delle risorse patrimoniali - e speculazione. Il servizio migliora ulteriormente il grado di qualità offerto contemplando anche, in maniera integrata, le aree di tutela assicurativa, di previdenza e di indebitamento. L'allocazione delle risorse (risparmio e attività finanziarie, considerando anche quelle detenute presso terzi) è determinata dalla ottimizzazione congiunta di diversi portafogli, ciascuno coerente con uno specifico bisogno, laddove i profili di rischio degli investimenti sono differenziati in funzione dei diversi tempi di impiego delle risorse.

La pianificazione finanziaria è per definizione un servizio iterativo nel tempo.

Essa consiste in un continuo monitoraggio al fine di identificare correttivi per mantenere il piano allineato con i bisogni del cliente, assorbendo tutte le fonti di variazioni dovute al contesto relativo ai prodotti, ai mercati, alle normative e al cliente stesso.

Il fatto che la consulenza si possa interpretare in diverse tipologie di servizio tutte formalmente coerenti con la normativa evidenzia, a nostro avviso, una profonda carenza culturale del mercato che nessuna normativa può colmare da sola. Le leggi rappresentano certamente una condizione necessaria, ma non sempre sono sufficienti per indirizzare efficacemente i comportamenti, gli atteggiamenti e i valori degli attori coinvolti. Così non si può imputare ad una normativa, come è stato fatto per la MiFID, il "fallimento" nel perseguimento delle sue finalità. Gli scarsi benefici percepiti sia dai consumatori sia dagli intermediari e

Se la legge non viene vissuta come un modello da seguire, gli effettivi atteggiamenti hanno delle ricadute negative.

operatori relativamente alla regolamentazione della consulenza possono essere la semplice conseguenza della **mancanza di una cultura della qualità della consulenza** stessa.

Infatti lo sviluppo di tale cultura farebbe chiaramente percepire le profonde differenze qualitative dei servizi sopra descritti e quindi consentirebbe di orientare i comportamenti dei produttori, distributori e utenti del ser-

vizio consulenziale verso mete virtuose per l'intera collettività.

CULTURA DELL'ALIMENTAZIONE E DELLA CONSULENZA

Una metafora con l'alimentazione può forse far cogliere il ruolo determinante del fattore culturale. Così come per la MiFID, la normativa comunitaria relativa al tema alimentare definisce i principi ed i requisiti per la cosiddetta "sicurezza alimentare" e le autorità definiscono procedure coerenti per la produzione, la trasformazione, la distribuzione e l'introduzione di alimenti sul mercato. Naturalmente la normativa non fornisce alcuna indicazione circa la dieta o le modalità di consumo degli alimenti.

La cultura dell'alimentazione ha un consolidato millenario e quindi le scelte di ognuno sono orientate da abitudini e preferenze, sia sociali che individuali, e poggiano su regole igieniche, religiose, etc. Per questo motivo, ciascuno di noi è in grado di effettuare scelte sufficientemente consapevoli e orientare i propri comportamenti per assolvere agli scopi della alimentazione. E le attività dei produttori, dei distributori, dei ristoratori, dei dietologi e così via si organizzano, di conseguenza, in maniera coerente. All'interno di tale contesto culturale scelte e comportamenti incongruenti o dannosi dei consumatori e degli altri attori hanno basse probabilità di manifestarsi.

Ad esempio, chi si ciberebbe solo di alimenti di cui si è particolarmente golosi o di alimenti poco costosi? E, di conseguenza, quale ristoratore proporrebbe solo ciò che è più profittevole (per sé) o solo alcune sostanze alimentari di cui dispone?

Eppure, per ritornare al tema della consulenza, è metaforicamente ciò che accade nel mercato finanziario quando viene proposto e fruito il servizio inteso come "selezione di prodotti". Il consumatore sottoscrive prodotti che, sebbene siano

singolarmente "adeguati", possono essere **nocivi per la propria "salute finanziaria"** in quanto non funzionali verso i propri obiettivi e necessità. Anche il servizio di "ottimizzazione del portafoglio" in un contesto culturale evoluto non avrebbe alcun senso né di essere proposto, né di essere fruito. Per sostenere questa tesi utilizzeremo la metafora proposta da Fisher e Statman che hanno considerato la dieta (il portafoglio) come una modalità di ottenere, con il minimo costo (il rischio), il massimo delle proprietà nutritive (il rendimento). Essi citano il lavoro di George Stigler, Nobel dell'economia, per identificare la **"dieta ottima"** per assumere le corrette quantità di calorie, proteine, minerali e vitamine necessarie per un uomo moderatamente attivo di 70 chili. Stigler considerò 77 alimenti, quali la farina di grano, la bistecca di lombata, la marmellata di fragole, e così via, considerando per ogni alimento le sostanze nutritive e il costo. Il risultato dello studio fu una dieta giornaliera composta da 460 gr. di farina di frumento, 353 gr. di fagioli secchi, 156 gr. di latte condensato, 137 gr. di cavolo, 29 gr. di spinaci al costo complessivo attuale di 3,88 euro giornalieri e dunque solo di 1.416 euro annui. Stigler, che sviluppò il lavoro per studiare il problema della programmazione lineare, naturalmente considerò che "nessuno può consigliare questa dieta" per la sua mancanza di varietà e appetibilità, laddove il cibo ha una funzione culturale di soddisfare non solo lo stomaco ma anche il palato. Pertanto il servizio di "ottimizzazione del portafoglio" sarebbe una "dieta di Stigler", una dieta improponibile in un contesto culturale evoluto nel quale gli investimenti rappresentano un mezzo e non un fine. Per riconoscere e apprezzare un modello di consulenza di qualità, quale quello della pianificazione finanziaria, è necessario dunque sviluppare una struttura di significato comune a tutti

I governi devono incentivare il passaggio da una consulenza "formale" ad una cultura della pianificazione finanziaria.

gli attori coinvolti, condividendo, oltre alla norma, il sapere, la morale e il costume. Ossia ciò che nella cultura dell'alimentazione consente la riconoscibilità e l'apprezzamento della "dieta personalizzata" che considera il tipo di attività (esigenze e obiettivi), la condizione del consumatore (analisi situazione personale e risorse), il fabbisogno calorico conseguente (ciò che permette di soddisfare le esigenze e gli obiettivi), le priorità di soddisfacimento e la definizione del menù (organizzazione delle risorse) e infine la selezione dei cibi con il massimo rapporto qualità/costo (selezione dei prodotti).

SVILUPPO DI UNA CULTURA DELLA CONSULENZA

Per far sì che il tema della consulenza possa sublimare da una dimensione formale normativa a una culturale, si può ipotizzare che per generare il maggior potenziale di cambiamento sia necessaria l'azione su almeno tre direttrici: **regolamentazione, autoregolamentazione ed educazione.**

• La regolamentazione.

Come abbiamo già sottolineato, le norme cogenti non possono definire la consulenza nel dettaglio metodologico e tecnico. Tuttavia vi sono diverse possibilità con le quali i Regolatori e le Autorità di controllo possono accompagnare lo sviluppo di un processo culturale.

a. "Moral suasion". L'orientamento degli intermediari verso una consulenza di qualità può essere attuato facendo pressione sugli intermediari per ottenere, dagli stessi, comportamenti socialmente responsabili. Queste attività di "persuasione morale" sono già state impiegate in passato, con apprezzabile efficacia, dalla stessa Consob che, peraltro, ha esplicitamente dichiarato nel piano strategico 2010-2012: "L'innalzamento della qualità dell'attività di consulenza, indotto dalla competizione e da un'azione di *moral suasion* che la Consob intende esercitare, potrebbe

contribuire opportunamente a spostare la logica distributiva che permea il sistema dell'intermediazione verso un approccio di servizio al cliente".

b. Riconoscimento formale delle differenti forme di consulenza. Dal momento che gli intermediari possono proporre diverse tipologie di servizio, tutte formalmente ammissibili ma con diverso grado di qualità, perché non farle emergere normativamente affinché il cliente possa chiaramente percepire e comprendere i diversi contenuti del servizio consulenziale? Ad esempio, l'autorità di controllo inglese (FSA) ha effettuato una chiara distinzione normativa tra "consulenza indipendente" (*independent advice*) e "consulenza ristretta" (*restricted advice*). Si tratterebbe di fare la medesima cosa sul piano del contenuto del servizio, differenziandolo per **ampiezza** (le diverse aree che copre) e per **profondità** (fasi più o meno articolate di analisi, valutazione e proposizione della raccomandazione).

c. Remunerazione distinta del servizio consulenziale dai costi dei prodotti. Al fine di creare le condizioni per far chiaramente comprendere la componente del servizio al cliente nonché evitare che le commissioni percepite dagli intermediari sui prodotti influenzino la qualità del servizio, sarebbe opportuno che la remunerazione della componente consulenziale sia concordata direttamente dal consulente con il cliente.

A questo proposito la prospettiva è promettente: è ciò che prevede, dal 2013, l'FSA inglese (sul tema del *adviser charging*). La medesima cosa è auspicata dalla Consob nel piano strategico 2010-2012: "La prestazione di servizi di consulenza ad alto valore aggiunto, separatamente retribuiti - con la connessa riduzione dell'incidenza delle retrocessioni percepite dall'intermediario - avrebbe l'effetto di meglio allineare gli interessi dell'intermediario con quelli del cliente, ri-

spetto all'attuale sistema di commissioni basate sul prodotto distribuito, e costituirebbe la concreta piena traduzione della corretta impostazione del modello di servizio. La Consob vede pertanto con favore iniziative autonome da parte dei soggetti vigilati volte a esplicitare chiaramente, nei rapporti contrattuali con la clientela, le modalità di pricing del servizio di consulenza e il livello qualitativo delle prestazioni".

d. Incremento del livello di trasparenza informativa sui prodotti. Una comunicazione trasparente fornisce al cliente elementi di comprensione per una valutazione consapevole affinché possa assumersi la responsabilità delle decisioni finali. Un forte impulso in questa direzione sarà certamente dato dal "Key Investor Information", di prossima emanazione dal Cesr, l'organismo di coordinamento fra le autorità di vigilanza dei mercati europei, che definirà lo standard informativo per l'investitore.

Un documento di non più di 2 pagine che sinteticamente e con un linguaggio comprensibile, fornirà le informazioni essenziali per analizzare e confrontare i fondi comuni e che, successivamente, si estenderà a tutti i prodotti finanziari.

• L'autoregolamentazione.

Come rilevato dalla Consob nel piano strategico 2010-2012, "la MiFID non stabilisce degli standard qualitativi minimi che devono caratterizzare la prestazione del servizio, se non quelli connessi alla definizione stessa di consulenza". Così l'affermazione di un modello di consulenza di qualità che possa segnare il passaggio degli intermediari da una logica prevalentemente distributiva a una di autentico servizio al cliente può essere effettuato grazie ad attività di autoregolamentazione che generino "norme tecniche" volontarie. Le norme tecniche di qualità sono elaborate da esperti che rappresentano le parti economiche e sociali interessate (produttori, utilizza-

tori, distributori, centri di ricerca, consumatori, pubblica amministrazione...) organizzati in gruppi di lavoro dagli Enti di normazione (quali l'ISO a livello internazionale ed UNI a livello nazionale). Il rispetto delle norme tecniche garantisce la corretta esecuzione, la "regola d'arte", della prestazione. A questo proposito, il settore della intermediazione finanziaria può utilizzare proficuamente la norma internazionale ISO 22222 che costituisce un parametro di riferimento per gli operatori che nel mondo forniscono professionalmente un servizio di pianificazione personalizzata. Essa è entrata a far parte del corpo normativo nazionale il 28 maggio 2008 in quanto adottata dall'UNI, Ente Nazionale Italiano di Unificazione, che ha inoltre elaborato una specifica tecnica collegata, la UNI/TS 11348, pubblicata il 21 gennaio 2010 e che adatta la norma internazionale al contesto culturale e di mercato italiano. Tali norme costituiscono anche un riferimento importante per lo sviluppo delle competenze e delle esperienze professionali necessarie affinché gli operatori della consulenza possano acquisire quel livello minimo di abilità per poter interagire efficacemente con i propri clienti.

● **L'educazione finanziaria del consumatore.** Un altro importante fattore per lo sviluppo della cultura della consulenza è rappresentato dalla capacità del consumatore di partecipare attivamente, e responsabilmente, al processo di pianificazione finanziaria personale. Questo obiettivo dovrebbe essere perseguito mediante una educazione finanziaria coerente. Ciò significa che occorre evitare, ad esempio, la tentazione velleitaria di proporre programmi finalizzati a fornire conoscenze per "effettuare scelte razionali e consapevoli degli strumenti del mercato". Facciamo nostra la critica di Lauren Willis, della *Loyola Law School*, di Los Angeles, che in

un suo articolo "Contro l'educazione finanziaria" del 2008 afferma: «...i consumatori in genere non sono dottori di se stessi né i propri avvocati. L'efficace divisione del lavoro consiglia che non siano neppure esperti finanziari di se stessi. L'educazione finanziaria, pertanto, dovrebbe indirizzarsi non verso la cultura finanziaria del consumatore ma verso politiche che conducano a migliori esiti per il consumatore finale». Al fine di ottenere la massima efficacia dell'azione educativa, occorrerebbe sviluppare la capacità finanziaria del consumatore utilizzando lo stesso modello di pianificazione finanziaria come modalità educativa prevalente. Diverse organizzazioni (quali l'OCSE) hanno identificato come uno dei metodi principali quello della "consulenza oggettiva" o "generica". Questa è definita dalla FSA come "un insieme di servizi e strumenti che utilizzano le informazioni degli individui per aiutarli a identificare e comprendere la loro posizione finanziaria e le loro esigenze e per pianificare le loro finanze di conseguenza" senza fornire raccomandazioni di specifici prodotti. In questa prospettiva, l'educazione finanziaria può aiutare i cittadini a definire i propri obiettivi di vita e successivamente a selezionare gli operatori, individuando quelli che forniscono servizi consulenziali di qualità. Lo sviluppo di quest'approccio è contenuto in una norma tecnica, specificamente dedicata all'educazione finanziaria, di prossima pubblicazione da parte dell'UNI.

IL SOSTEGNO POLITICO

Un modello di qualità della consulenza è un fattore strategico di sviluppo non solo dei singoli cittadini ma anche della società e dell'economia. Di ciò abbiamo già trattato in precedenti contributi pubblicati da **ADVISOR**. Una volta realizzati i presupposti dello sviluppo qualitativo della consulenza, si può concretamente rivendicare che

la pianificazione finanziaria possa essere incentivata e sostenuta dai governi, seguendo l'esempio di quello britannico, oppure, ad esempio, utilizzando la leva fiscale rendendo deducibili i costi della consulenza, così come Robert Shiller, economista della Yale University, ha proposto e ben argomentato. A tre anni dalla attuazione della MiFID lo sviluppo della cultura della consulenza dovrebbe essere l'obiettivo prioritario di tutti i soggetti coinvolti. Altrimenti, la consulenza rischia di rimanere solo una modalità, più o meno professionale, di commercializzare prodotti finanziari. **A**