



**CONSOB** COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

***ASCOSIM***

***3° FORUM NAZIONALE SULLA CONSULENZA FINANZIARIA***

**Consulenza in materia di investimenti ed evoluzione  
del quadro normativo. Aspetti critici ed opportunità**

**Giovanni Musella**  
***CONSOB -Divisione Intermediari***  
***Ufficio Vigilanza e Albo Intermediari***

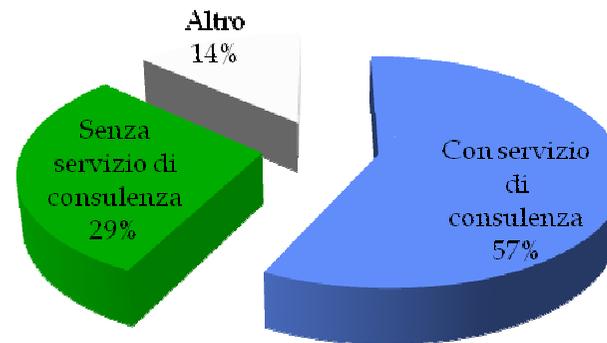
***Milano, 20 marzo 2013***

# Il contesto del mercato dei servizi di investimento e il servizio di consulenza alla clientela *retail*

## ❖ Risparmio amministrato

RISPARMIO AMMINISTRATO RETAIL*		
Dati di stock al 30/09/2012	Volumi	Percentuale (%)
Con servizio di consulenza	€ 653.129.629.570	57,33%
Senza servizio di consulenza	€ 334.114.976.035	29,33%
Altro	€ 152.034.969.590	13,34%
<b>TOTALE</b>	<b>€ 1.139.279.575.195</b>	<b>100,00%</b>

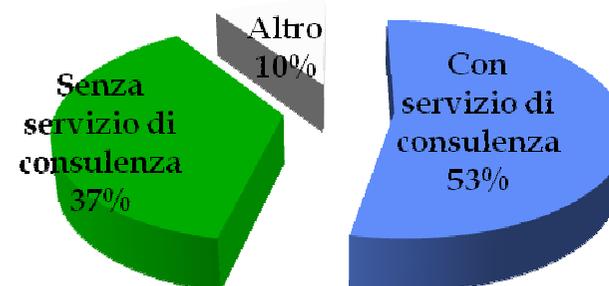
\*Fonte: elaborazione su segnalazioni statistiche di vigilanza



## ❖ Volumi collocati

COLLOCAMENTO RETAIL*		
Dati al 30/09/2012	Volumi	Percentuale (%)
Con servizio di consulenza	€ 66.632.927.076	53,31%
Senza servizio di consulenza	€ 46.577.171.237	37,27%
Altro	€ 11.776.887.057	9,42%
<b>TOTALE</b>	<b>€ 124.986.985.370</b>	<b>100,00%</b>

\*Fonte: elaborazione su segnalazioni statistiche di vigilanza



## Cliente retail: condizioni socio-economiche della domanda di servizi

- Incapacità del cliente *retail* di condurre scelte di investimento efficienti
  - *Asimmetrie informative*
  - *Razionalità limitata*
  - *Bias comportamentali*
- Cliente italiano con livello di educazione finanziaria non elevato
- Cliente italiano propenso al “fai da te”: peso contenuto del risparmio gestito e di grandi investitori istituzionali

*Incertezza macroeconomica e innalzata complessità dei mercati finanziari*



*Bisogno (spesso latente) di assistenza e di stabile relazione fiduciaria con un operatore professionale*

## Cliente retail : evidenze della finanza comportamentale

- Errori cognitivi: utilizzo di euristiche nella raccolta e nell'elaborazione delle informazioni utilizzate nelle decisioni finanziarie, piuttosto che di processi completi
  - Euristiche della disponibilità: utilizzate informazioni familiari o comunque facilmente disponibili
  - Euristiche della rappresentatività: i giudizi di probabilità sono formulati sulla base di stereotipi e situazioni familiari;
  - Euristiche dell'ancoraggio: rilevanza dell'ipotesi iniziale o di un'informazione saliente che agisce da ancora, rendendo vischioso il processo di aggiustamento successivo.
- Errori di preferenze o di processo: l'evidenza sperimentale mostra diverse violazioni delle ipotesi di razionalità delle preferenze e del processo di scelta
  - Effetto certezza: peso spropositato a possibilità di eventi certi, preferenza per la certezza
  - Effetto *framing*: le preferenze e le scelte variano a seconda di come è posto un problema

# La disciplina della consulenza ai sensi della MiFID

## 1

- ❖ Ampia nozione della consulenza
- ❖ Potenziale polifunzionalità degli intermediari
- ❖ Normale abbinamento ai servizi esecutivi
- ❖ Non necessaria remunerazione autonoma
- ❖ Situazioni di conflitto di interessi
- ❖ Possibilità di ricevere incentivi dalle società prodotte

## **Il modello di servizio scelto dagli intermediari (in particolare, banche commerciali)**

- ❖ **Abbinamento ai servizi esecutivi**
- ❖ **“Consulenza base” non autonomamente remunerata**
- ❖ **Situazioni di conflitto di interessi**
- ❖ **Ricezione di incentivi dalle società prodotte**
- ❖ **Gamma di prodotti oggetto di consulenza e “prodotti a catalogo”**

*Un ulteriore modello di servizio: la consulenza non strumentale alla distribuzione – le SIM di consulenza e i “consulenti indipendenti”*

## Evidenze di vigilanza: criticità in materia di consulenza

- ❖ Consulenza abbinata alla distribuzione formalmente gratuita (necessità di gestione dei conflitti di interesse per le retrocessioni commissionali da società prodotto)
- ❖ Abbinamento sistematico della consulenza ai “servizi esecutivi” in una logica “one shot” piuttosto che di pianificazione finanziaria
- ❖ Mancata definizione del perimetro della consulenza (“offerta di servizio”) nel contratto
- ❖ Consulenza solo su prodotti *branded*
- ❖ Possibilità di elusione:
  - ❖ mancanza di un “controllo adeguatezza bloccante”;
  - ❖ elevata incidenza di “iniziativa cliente” (racc. operazioni inadeguate);
  - ❖ ricorrenti riprofilature del cliente;
  - ❖ mancata tracciabilità del rapporto (iniziativa cliente/iniziativa banca)
- ❖ Consulenza “distruttiva” non presidiata
- ❖ Scarsa strutturazione del processo produttivo nella produzione di raccomandazioni (ampia discrezionalità del personale di *front-end*)

## **La consulenza a pagamento nella distribuzione: quali effetti?**

- ❖ *Remunerazione direttamente dal cliente del collocamento*
- ❖ *Meno collocamento e più raccolta ordini*
- ❖ *Possibilità di valorizzare anche i propri prodotti nella relazione di servizio continuativo con la clientela*
- ❖ *Migliore allineamento agli interessi del cliente*
- ❖ *Minori conflitti e minori rischi di condotte non conformi*
- ❖ **Stabilizzazione dei proventi**

A contenuto attuale delle prestazioni fornite

## Evidenze di vigilanza: criticità in materia di valutazioni di adeguatezza

- ❖ Adeguatezza non bloccante
- ❖ Modelli di valutazione di tipo “*sintetico*” (non multivariati) con:
  - ❖ mappatura prodotti talvolta “anagrafica”
  - ❖ elementare censimento della clientela (no CRM)
  - ❖ mancata considerazione dell’*holding period*
- ❖ Adeguatezza per operazione, non per portafoglio
- ❖ Scarsa attenzione ai profili di concentrazione\diversificazione
- ❖ Adeguatezza differenziata per titoli *captive*

## Evidenze di vigilanza: criticità in materia di strategie e politiche commerciali

- ❖ Catalogo prodotti e budget fondati su esigenze dell'intermediario (ad es., esigenze di liquidità della banca) e non sui bisogni della clientela; mancata valorizzazione del *data-base* sul profilo-clienti per adeguatezza
- ❖ Budget in logica *top-down*
- ❖ Forte orientamento ai prodotti *captive* (liquidità/reddività)
- ❖ “Campagne prodotto” e forte differenziazione dei *pay-in* fra prodotti;
- ❖ Incentivi al personale su criteri quantitativi di prodotto (correzioni qualitative, ridotto peso variabile)
- ❖ *Pricing* dei propri servizi: consulenza “gratuita” e retrocessione di commissioni

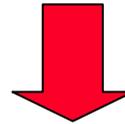
# Il principio cardine della MiFID 1

## La centralità del cliente

La disciplina degli  
*inducements*

L'ampia nozione di  
consulenza

Il contratto di  
collocamento



***Dalla vendita di prodotti  
alla prestazione di un servizio al cliente (mandato)***

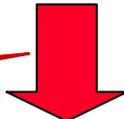
***“agire nell’interesse del cliente”***

## ... e della review MiFID

### La conferma della centralità del cliente

L'ulteriore "delimitazione" degli <i>inducements</i>	L'ulteriore circoscrizione dell' <i>execution only</i>	La disciplina delle politiche commerciali e di incentivazione	Il contenuto della consulenza
--	--	---	-------------------------------

Sana e prudente gestione +  
interesse del cliente



***Ulteriore rafforzamento del principio***

***“agire nell’interesse del cliente”***

## Review MiFID: maggiori tutele per i risparmiatori

- ❖ *Requisiti più rigorosi per gli intermediari: regole di condotta e di governo aziendale*
- ❖ *Estensione dell'applicazione delle norme a prodotti e servizi originariamente non inclusi*
- ❖ *Innalzamento della protezione per i clienti non al dettaglio*
- ❖ *Maggiori poteri di vigilanza alle Autorità (Product Intervention)*

## *La review MiFID in tema di consulenza*

- ❖ Conferma dell'ampio *genus* consulenza: interpretazione CONSOB ottobre 2007 e CESR 2010
- ❖ Innalzata trasparenza al cliente sul servizio reso:
  - ❖ sul tipo e sul contenuto della consulenza offerta;
  - ❖ se l'intermediario si impegna ad un monitoraggio continuativo circa l'adeguatezza degli investimenti;
  - ❖ sulle motivazioni dell'adeguatezza della raccomandazione in relazione a “*personal preferences, needs and other characteristics of the retail client*”
- ❖ La sostanziale novità: la *species* “consulenza indipendente” (art. 24.5)
  - ❖ *no inducements*
  - ❖ ampio *range* di prodotti

## ***Modello di servizio guidato dalla disciplina***

La consulenza, nella prospettata configurazione indipendente, può favorire:

- ❖ rapporti di durata,
- ❖ cura *on going* dell'interesse del cliente
- ❖ passaggio effettivo da una logica di prodotto ad una logica di "servizio" (no *inducements*)

**Stabilità del compenso dell'intermediario:  
non "ad evento" e né legato ai "cicli di raccolta"  
ma fondato sulla relazione fiduciaria**



**CONSOB** COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

***ASCOSIM***

***3° FORUM NAZIONALE SULLA CONSULENZA FINANZIARIA***

**Consulenza in materia di investimenti ed evoluzione  
del quadro normativo. Aspetti critici ed opportunità**

**Giovanni Musella**  
***CONSOB -Divisione Intermediari***  
***Ufficio Vigilanza e Albo Intermediari***

---

***Milano, 20 marzo 2013***