



Consulenza finanziaria e risparmio gestito: un quadro normativo in movimento

Roberta D'Apice – Direttore settore legale Assogestioni



INDICE

- 1. Come migliorare la qualità del servizio di consulenza in materia d'investimenti: alla ricerca del giusto equilibrio**
- 2. Il nuovo regime della consulenza in materia d'investimenti nell'FSA "Retail Distribution Review"**
- 3. La consulenza in materia d'investimenti nelle "prassi di vigilanza" della CONSOB**
- 4. La consulenza in materia di investimenti nella c.d. MiFID REVIEW: la proposta della Commissione Europea**
- 5. La consulenza in materia di investimenti e il risparmio gestito: alcune considerazioni conclusive**



1. COME MIGLIORARE LA QUALITA' DEL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: ALLA RICERCA DEL GIUSTO EQUILIBRIO

La consulenza in materia di investimenti è tra le tematiche più discusse a livello europeo.

Esistono infatti diverse opinioni su come migliorare la qualità della consulenza in materia di investimenti.

Da un lato, vi sono coloro che puntano sul rafforzamento della trasparenza al punto di vendita, focalizzandosi su tre aspetti:

- 1) trasparenza sulla natura dei servizi prestati dal distributore;
- 2) trasparenza piena e dettagliata su tutti i costi e altre fonti di remunerazioni sottesi alla prestazione del servizio;
- 3) introduzione di certificazioni di qualità per i consulenti.



1. COME MIGLIORARE LA QUALITA' DEL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: ALLA RICERCA DEL GIUSTO EQUILIBRIO

D'altro lato, vi sono coloro che – al di là del rilievo che riconoscono al rafforzamento della trasparenza – ritengono necessaria una revisione della disciplina sugli incentivi, in quanto l'assetto attuale della regolamentazione impedisce alla consulenza di essere “indipendente”.

La consulenza per poter essere considerata indipendente dovrebbe essere basata su un sistema di remunerazione indipendente; ciò significa che i consulenti dovrebbero ricevere direttamente commissioni per la prestazione del servizio. Nessuna commissione dovrebbe essere corrisposta dalle società prodotte.



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA "RETAIL DISTRIBUTION REVIEW"

- 1. Informativa sul servizio di consulenza prestato: le tipologie di consulenza in materia di investimenti**
- 2. Remunerazione della consulenza**
- 3. Rafforzamento dei requisiti di professionalità dei consulenti finanziari**

PS 10/6 - Marzo 2010



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA “RETAIL DISTRIBUTION REVIEW”

Tipologie di consulenza:

- a) **Consulenza indipendente:** si fonda su un'analisi “dell'intero mercato di riferimento” e ha ad oggetto tutti quei prodotti di investimento sui quali un cliente al dettaglio si aspetta di ricevere il servizio.
- b) **Consulenza ristretta:** concerne unicamente una gamma di prodotti di uno o più società prodotte, senza prendere in considerazione l'intero mercato di riferimento.



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA "RETAIL DISTRIBUTION REVIEW"

Tipologie di consulenza:

- c) **Consulenza semplificata:** processo di investimento guidato (*guided sale process*) nell'ambito del quale le raccomandazioni personalizzate sono rese agli investitori in relazione a un predefinito gruppo di strumenti finanziari a basso rischio e sulla base di una procedura di valutazione di adeguatezza semplificata.
- d) **Consulenza base:** forma di consulenza volta alla distribuzione di alcune specifiche tipologie di prodotti (c.d. *charge-capped stakeholder savings and investment products*); con la *basic advice* sono poste al cliente domande predefinite sul reddito, risparmi e altre informazioni utili ad identificare le sue priorità finanziarie, senza tuttavia una valutazione complessiva delle sue esigenze e una consulenza in merito alla possibilità che altri prodotti finanziari possano soddisfarle.



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA “RETAIL DISTRIBUTION REVIEW”

Informativa relativa al servizio di consulenza offerto

- (i) informativa al cliente sulla natura del servizio di consulenza offerto;
- (ii) informativa resa per iscritto prima della prestazione del servizio utilizzando espressamente i termini “*independent advice*” o “*restricted advice*”;
- (iii) qualora la consulenza sia prestata in forma ristretta, l’informativa deve essere resa anche in forma orale e deve indicare il nome della società per la quale lavora il consulente e la gamma di prodotti sui quali è prestato il servizio;
- (iv) qualora le società prestino entrambe le forme di consulenza, devono essere chiarite al cliente le differenze tra le due modalità di prestazione del servizio; queste società non possono presentarsi come soggetti indipendenti con riferimento alla loro attività complessivamente considerata.



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA “RETAIL DISTRIBUTION REVIEW”

Remunerazione della consulenza

- (i) Obbligo dei consulenti di concordare la propria remunerazione direttamente con il cliente;
- (ii) I consulenti devono articolare le proprie commissioni non in base ai prodotti venduti bensì ai servizi prestati (*i.e* le commissioni non devono variare in modo ingiustificato a seconda del prodotto offerto quando esistono prodotti succedanei)
- (iii) I consulenti possono prevedere delle commissioni da corrispondere in via continuativa, purché anche il servizio di consulenza sia prestato in modo costante (ad es. quando i consulenti vagliano con regolarità le *performance* degli investimenti dei clienti)
- (iv) Divieto per i consulenti di accettare commissioni dalle società prodotto, anche se retrocesse ai clienti
- (v) Divieto per le società prodotto di corrispondere ai consulenti commissioni, pagamenti o altre forme di incentivo



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA "RETAIL DISTRIBUTION REVIEW"

- (v) Possibilità per le società prodotto di offrire strumenti che consentano comunque di dedurre dall'investimento, retrocedendole ai consulenti, le commissioni che questi concordano con i clienti; in tal modo le società prodotto non hanno alcun ruolo nella definizione della remunerazione della consulenza e, dunque, non hanno la possibilità di influenzare il contenuto delle raccomandazioni. L'FSA ritiene che sulle società prodotto gravino le seguenti responsabilità:
- le società prodotto devono offrire una ragionevole gamma di opzioni per determinare le commissioni, in modo che i consulenti e gli investitori possano scegliere la struttura e il livello delle commissioni da dedurre dall'investimento;
 - le società prodotto devono ottenere istruzioni chiare da parte degli investitori sull'ammontare delle commissioni da detrarre dall'investimento e il momento in cui detta operazione deve avvenire;
 - le somme detratte dall'investimento devono coincidere con le commissioni versate ai consulenti; di conseguenza le società prodotto non possono offrire ai consulenti alcun anticipo finanziario ricorrendo alle proprie risorse economiche (c.d. *factoring*)



2. IL NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA "RETAIL DISTRIBUTION REVIEW"

Rafforzamento dei requisiti di professionalità dei consulenti

Innalzamento entro il 2012 dei requisiti professionali dei consulenti finanziari attraverso la definizione di nuovi *standard* da applicare a tutti coloro che prestano consulenza indipendente o ristretta.

PS 11/1 Distribution of retail investments: delivering the RDR - professionalism (gennaio 2011)



2. II NUOVO REGIME DELLA CONSULENZA IN MATERIA D' INVESTIMENTI NELL'FSA "RETAIL DISTRIBUTION REVIEW"

Come consentire l'accesso ad una consulenza a basso costo

Consulenza semplificata (simplified advice process) – Si applicano le regole sull'informativa, sul regime commissionale e sui requisiti di qualificazione previsti per la consulenza indipendente e ristretta.

Consulenza base (basic advice)– Non si applicano le regole sull'informativa, sul regime commissionale e sui requisiti di qualificazione previsti per la consulenza indipendente e ristretta.



3. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLE “PRASSI DI VIGILANZA” DELLA CONSOB

Valorizzazione del ruolo della consulenza come servizio a “maggior valore aggiunto”

Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti

“non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano posti in essere senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, nel caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato (specie quando si utilizzano forme di contatto non “automatiche”) il rischio che l'attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la “consulenza in materia di investimenti”.



3. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLE “PRASSI DI VIGILANZA” DELLA CONSOB

Elementi valutati positivamente

- abbinamento sistematico della consulenza ai servizi esecutivi e/o distributivi
- estensione ai fondi comuni d'investimento dell'area operativa tipica della procedura di adeguatezza
- consulenza strutturata estesa al *mass market* (estensione dell'universo investibile, pianificazione finanziaria, portafoglio - modello)
- consulenza resa su base periodica (monitoraggio *on going* dei rischi delle posizioni dei clienti)
- *pricing* autonomo del servizio di consulenza e compressione della componente “da retrocessione”



4. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA c.d. MIFID REVIEW: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

Lo scorso 8 dicembre, la Commissione europea ha pubblicato un documento di consultazione concernente la revisione della MiFID. La consultazione si è conclusa lo scorso 2 febbraio.

Il documento della Commissione europea si articola in 8 sezioni; nell'ambito della sezione in tema di "protezione dell'investitore e servizi d'investimento", la Commissione europea formula talune proposte volte a migliorare la qualità del servizio di consulenza.



4. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA c.d. MIFID REVIEW: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

- 1. Informativa sul “tipo” di consulenza prestata**
- 2. Obbligo di motivazione della consulenza prestata**
- 3. Ampliamento delle rendicontazioni e valutazione di adeguatezza nel continuo**
- 4. Consulenza prestata attraverso canali di distribuzione**



4. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA c.d. MIFID REVIEW: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

1. Informativa sul tipo di consulenza prestata: la consulenza indipendente e imparziale

- Obbligo di comunicare ai clienti se la consulenza in materia di investimenti viene prestata sulla base di un'analisi "indipendente e imparziale".
- Quando la consulenza in materia di investimenti è prestata sulla base di un'analisi indipendente e imparziale, l'intermediario:
 - (i) è tenuto a valutare un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato e, specificamente, strumenti finanziari di "diversa tipologia" e di "differenti società prodotto";
 - (ii) non può accettare alcuna prestazione monetaria o non monetaria da parte delle società prodotto.



4. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA c.d. MIFID REVIEW: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

2. Obbligo di motivare la consulenza prestata

- In aggiunta alle informazioni sul servizio prestato, attualmente previste (cfr. art. 19, par. 8, della MiFID), la Commissione europea propone di introdurre l'obbligo di fornire al singolo cliente, in forma scritta, le ragioni sottostanti alla consulenza resa, spiegando altresì come la raccomandazione formulata corrisponda al profilo del cliente.



4. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA c.d. MIFID REVIEW: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

3. Ampliamento delle rendicontazioni e valutazione di adeguatezza nel continuo

- informativa periodica al cliente (almeno semestrale o, in caso di strumenti finanziari complessi, quadrimestrale) circa il *market value* (o il *fair value*, quando il *market value* non è disponibile) e la *performance* degli strumenti finanziari raccomandati;
- specifica informativa in caso di modifiche sostanziali relative agli strumenti finanziari raccomandati;
- richiesta al cliente, su base annuale, di un aggiornamento delle informazioni circa le sue caratteristiche personali. In caso di rifiuto da parte del cliente, l'intermediario può presumere che le informazioni originariamente fornite dal cliente siano rimaste invariate;
- conferma, almeno su base annuale, della perdurante adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati alle caratteristiche personali del cliente, anche in termini di diversificazione del rischio, alla luce degli investimenti complessivi del cliente. Tale valutazione deve essere effettuata sulla base dell'evoluzione degli strumenti finanziari inizialmente raccomandati e delle caratteristiche personali del cliente.



4. LA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI NELLA c.d. MIFID REVIEW: LA PROPOSTA DELLA COMMISSIONE EUROPEA

4. Consulenza prestata attraverso canali di distribuzione

- Introduzione di norme dirette a chiarire che il servizio di consulenza in materia di investimenti può essere prestato anche attraverso canali di distribuzione come, ad esempio, internet.



5. CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI E RISPARMIO GESTITO: ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

- **Rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani – Luglio 2008:**
 - l'esteso ambito di applicazione del servizio di consulenza comporta che la valutazione di adeguatezza sia declinata secondo modalità più o meno semplici e rapide, tenuto debitamente conto delle diverse caratteristiche del prodotto “consigliabile” ;
 - la complessità dell'accertamento della corrispondenza fra caratteristiche dei clienti e prodotti dovrebbe variare fra un minimo per prodotti semplici, come la gran parte dei fondi comuni, e un massimo per prodotti più complessi;
 - l'obiettivo di consigliare il prodotto più adatto alle esigenze del cliente andrà perseguito prendendo in considerazione un numero di strumenti finanziari e prodotti finanziari sufficientemente rappresentativo delle possibilità di investimento offerte dal mercato, non limitandosi a considerare i soli prodotti e servizi offerti dal gruppo di appartenenza.



5. CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI E RISPARMIO GESTITO: ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La distribuzione di quote o azioni di OICR e i consulenti finanziari “indipendenti”

- i clienti pagano la commissione relativa al servizio di consulenza ricevuto direttamente ai consulenti finanziari, i quali contrattano con la società prodotto e per conto del cliente, uno sconto commissionale che la società prodotto effettuerebbe direttamente nei confronti del cliente (c.d. agevolazioni finanziarie)
- accesso (in regime di *execution only*) a classi di fondi con una struttura priva degli impliciti costi destinati a pagare i servizi dei collocatori (cfr. rapporto del gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani).