

ASCOSIM

**FORUM NAZIONALE SULLA
CONSULENZA FINANZIARIA**

«Modelli di servizio e di remunerazione della consulenza finanziaria»

INTERVENTO

DI

Marco Tofanelli
Segretario Generale Assoreti

19 marzo 2012
Milano - Palazzo Mezzanotte



«**MODELLI DI SERVIZIO E DI REMUNERAZIONE DELLA CONSULENZA FINANZIARIA**»

1. *La consulenza su base indipendente nella proposta di revisione della MiFID*

Lo scorso ottobre la Commissione europea ha pubblicato la proposta di revisione della Direttiva 2004/39/EC sui mercati degli strumenti finanziari MiFID (COM (2011) 656 *final*).

Nell'ambito delle disposizioni volte a garantire la protezione degli investitori, si prevede che l'intermediario, quando presta il servizio di consulenza in materia di investimenti, deve specificare se tale servizio è fornito su base indipendente; nel qual caso esso è tenuto a:

(i) valutare un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato, diversificati con riguardo al tipo e all'emittente o al produttore e non limitati agli strumenti finanziari emessi o prestati da società strettamente legate all'intermediario;

(ii) non accettare o ricevere compensi, commissioni o altri benefici monetari pagati o prestati da un terzo ovvero da una persona operante per conto di un terzo rispetto alla prestazione del servizio al cliente.

Inoltre, l'intermediario è tenuto a specificare al cliente o al potenziale cliente se la consulenza si fonda su un'analisi del mercato ampia o più ristretta e se fornirà al cliente la valutazione continua dell'idoneità degli strumenti finanziari consigliati (cfr. art. 24(3) della MiFID *Review*).

Rispetto al primo documento di consultazione pubblicato nel dicembre del 2010, la Commissione europea ha abbandonato ogni intento definitorio e ogni riferimento ad una consulenza *fair*, da cui si sarebbe potuto evincere che sarebbe stata *unfair* la consulenza che non avesse avuto i particolari caratteri indicati per quella *fair*¹.

Al contempo, la Commissione ha confermato la scelta di voler seguire un approccio più concorrenziale (nel senso che permette l'adozione di più modelli

¹ Nel summenzionato documento di consultazione, la Commissione europea:

- aveva distinto, all'interno del servizio di consulenza, una consulenza prestata su base "indipendente e corretta", caratterizzata da un'analisi estesa a un largo numero di strumenti finanziari disponibili nel mercato, di tipi differenti e di diversi emittenti, nonché dal divieto di ricevere pagamenti o altri benefici dagli emittenti (dal che si evinceva anche la possibilità di continuare a percepire incentivi, comprese le retrocessioni di commissioni dalle società-prodotto, in caso di consulenza non prestata su base "indipendente e corretta");

- aveva posto al mercato la domanda se il servizio di consulenza dovesse arricchirsi di un contenuto obbligatorio minimo comprensivo del dovere di comunicare al cliente qualunque modifica di rilievo intervenuta in relazione agli strumenti finanziari raccomandati e del dovere di confermare al cliente, almeno annualmente, l'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati, anche in termini di diversificazione del rischio in relazione al portafoglio investito.



industriali, incentivando quindi la competitività) rispetto a quello fatto proprio dalla FSA, che ha invece vietato agli intermediari di ricevere commissioni da soggetti diversi dal cliente nella prestazione dei due tipi di consulenza dalla stessa previsti (indipendente e ristretta), ancorché sulla base di una disciplina la cui applicazione è stata programmata per la fine del 2012².

La Commissione europea lascia correttamente alle imprese *la libertà di scegliere le modalità di prestazione del servizio di consulenza*, purché le dichiarino in maniera chiara ai clienti, e nel contempo, grazie a tale trasparenza, rende più concreto il diritto dei clienti di selezionare nel mercato il soggetto al quale richiedere consulenza sulla base anche delle distinte modalità con cui questa viene prestata: viene così raggiunto un punto di equilibrio fra le istanze del mercato e le esigenze di tutela degli investitori (come del resto affermato dallo stesso Direttore esecutivo dell'Esma nel corso del *public hearing* organizzato dal Parlamento europeo sulla MiFID Review).

2. *L'indipendenza come carattere essenziale di ogni consulenza*

La proposta della Commissione europea, come si è visto, pone l'accento su due caratteri – l'ampiezza degli strumenti finanziari considerati e il divieto di incentivi monetari – che, correttamente, non sono essenziali al servizio ma che, ove sussistono, ne evidenziano l'indipendenza. La *disclosure* che viene poi imposta agli intermediari sulle modalità con cui è concretamente prestata la consulenza completa la disciplina di tutela, consentendo agli investitori realmente di scegliere tra le varie modalità di prestazione del servizio.

Ciò posto non può comunque negarsi che il riferimento alla consulenza prestata su base indipendente continui a destare alcune perplessità, in quanto *la consulenza è un servizio definito che dovrebbe essere in ogni caso prestato in maniera indipendente. Esso infatti si estrinseca in raccomandazioni personalizzate autenticamente scevre da conflitti di interesse ed effettivamente adeguate al singolo investitore.*

La fattispecie della consulenza è costruita attorno un criterio univoco (*i.e.* la personalizzazione della raccomandazione) coerente con il bisogno di tutela del cliente: indipendentemente dall'ampiezza del paniere di prodotti su cui viene effettuata la consulenza, il consulente avrà rispettato le regole che gli sono imposte

² Si ha riguardo alle note disposizioni adottate dalla FSA inglese nel 2010 nell'ambito di un processo di revisione della disciplina interna dei mercati finanziari. In tale contesto, la regolamentazione britannica ha distinto al proprio interno due tipi di consulenza, una definita "ristretta" e una definita "indipendente", vietando nella prestazione di entrambe la possibilità di ricevere retrocessioni di commissioni dagli emittenti (a partire dalla fine del 2012, salvo intervengano proroghe; cfr. la normativa della FSA in tema di *Distribution of retail investments: delivering the RDR*, del marzo 2010).



dal regime di adeguatezza nel momento in cui abbia proposto al cliente un investimento effettivamente coerente con il suo profilo³.

Non a caso, l'attenzione dell'Esma si è recentemente focalizzata sulla corretta ed effettiva applicazione della regola dell'adeguatezza⁴.

3. *Intermediario monofunzionale o polifunzionale*

La disciplina europea prescinde dalle modalità con cui il soggetto che presta la consulenza abbia deciso di organizzare la propria attività di impresa, consentendo la prestazione del servizio di consulenza congiuntamente alla prestazione di altri servizi di investimento (nonostante i conflitti che possano derivarne). E non si tratta di una “dimenticanza” del legislatore, ma di una assai corretta scelta normativa che, con riferimento al servizio di consulenza finanziaria tutela l'investitore imponendo a chi presta il servizio di raccomandare strumenti finanziari adeguati al profilo del cliente: nulla di più, nulla di meno. Del resto la norma di legge non può imporre al mercato modelli di business, con il rischio di compromettere il corretto funzionamento di quel mercato che si intende tutelare.

Il servizio di consulenza può così interagire con il servizio di collocamento e/o con quelli di ricezione e trasmissione di ordini e/o di esecuzione di ordini ed eventualmente di negoziazione per conto proprio.

In particolare, quando la consulenza è associata al collocamento l'orizzonte cui la stessa si estende potrebbe coincidere con la sola area degli strumenti finanziari collocati; ciò potrebbe apparire una limitazione ma solo rispetto all'idea che la qualità della consulenza si misuri anche in relazione all'ampiezza dell'area degli strumenti finanziari sui quali possa vertere la raccomandazione. Per contro, occorre considerare che la raccomandazione resa da un soggetto abilitato che presta anche il servizio di collocamento non è – e non deve essere – qualitativamente diversa da quella che può essere resa da un soggetto che non presti anche tale ultimo servizio: in entrambi i casi la raccomandazione deve passare attraverso il vaglio preventivo del test di adeguatezza. E del resto il legislatore ha previsto che la raccomandazione debba essere adeguata e non la più adeguata. All'intermediario che presti contestualmente il servizio di collocamento non viene richiesto, quindi, almeno in via di principio, di effettuare una comparazione fra gli strumenti che raccomanda (nell'ambito di quelli che colloca) e gli altri strumenti presenti sul mercato (salvo che la comparazione non derivi già dal fatto che l'intermediario intenda raccomandare al cliente uno strumento finanziario in sostituzione di un altro che già possieda o che abbia manifestato l'intenzione di acquistare).

³ SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il servizio di “consulenza in materia di investimenti”*: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie, in *Dir. banca e mercato finanziario*, 2009, I, 400.

⁴ V. il documento di consultazione dell'Esma del 22 dicembre 2011 “*Guidelines on certain aspect of the MiFID suitability requirements*” (Ref. 2011/445).



Diventa quindi fondamentale la corretta predisposizione delle procedure tese ad identificare e gestire le varie situazioni di conflitto di interessi in cui può versare l'intermediario nella prestazione del servizio di consulenza, anche congiuntamente ad altri servizi; si esige cioè che l'intermediario si doti di misure possibilmente idonee a prevenire «con ragionevole certezza» il pericolo che tali situazioni conflittuali possano distrarlo dall'adempimento dell'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente⁵.

4. *Modalità di remunerazione*

Come fatto cenno, nell'attuale disciplina l'intermediario può scegliere l'ampiezza degli strumenti finanziari da considerare nella prestazione del servizio di consulenza e può altresì scegliere di percepire un compenso da soggetti terzi, ivi comprese le società prodotte.

Ed anzi, l'ordinamento di settore consente la retrocessione al consulente delle commissioni da questi maturate sulla base del rapporto di collocamento in essere con le società che emettono gli strumenti raccomandati, essendo addirittura considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza data al cliente (ovviamente in circostanze nelle quali non sia distorta a seguito della ricezione di tali commissioni; considerando 39 della direttiva 2006/73/CE).

In tal caso, secondo la disciplina attuale, occorre comunicare al cliente (nel contratto o altrove) «i termini essenziali degli accordi» sugli incentivi in forma sintetica e, solo su richiesta del cliente, nel dettaglio, ad es. con l'indicazione specifica del *quantum* (v. art. 26, ult. par., direttiva 2006/73/CE, che sul punto potrebbe subire revisioni in sede di implementazione delle norme di secondo livello).

La proposta di revisione della MiFID introduce nella prestazione del servizio di consulenza nella modalità “indipendente” il divieto di retrocessione delle commissioni dagli emittenti al consulente e al contempo preserva la possibilità per gli intermediari di prestare la consulenza –in relazione ad un'area più o meno ampia di strumenti finanziari considerati – ricevendo compensi da terzi anche nella forma di retrocessioni commissionali.

⁵ Il CESR si è interrogato su possibili misure concrete che l'intermediario polifunzionale possa adottare, riconoscendo in un primo momento la centralità delle cc.dd. *chinese walls*, per impedire scambi di informazione fra i settori di attività con maggior rischio di conflitti di interesse (v. il documento di consultazione del CESR di giugno 2004 *Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, Ref. CESR/04-261b), poi riconoscendo l'utilità delle barriere informative accanto a misure organizzative ulteriori, quali ad esempio misure di separazione delle funzioni di vigilanza e controllo interno e misure che rendano la remunerazione del personale di determinate aree indipendente dai risultati di altre aree dell'attività dell'intermediario (v. il *Technical Advice* del CESR di aprile 2005, Ref. CESR/05-290b). *Amplius* LENER R., *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E., LENER R., *I contratti del mercato finanziario*, I, pp. 313 ss..



Anche nella prestazione del servizio di consulenza nella modalità “indipendente”, tuttavia, la Commissione correttamente continua a consentire agli intermediari di ricevere dall'emittente «benefici non monetari limitati, come la formazione sulle caratteristiche dei prodotti, a condizione che non pregiudichino la capacità delle imprese di investimento di perseguire il miglior interesse dei loro clienti, come ulteriormente spiegato nella direttiva 2006/73/CE» (considerando 52 della MiFID *review*). È questo un approccio che non può che condividersi, dal momento che la ricezione di commissioni non monetarie (quale appunto il *training* sui prodotti dell'emittente) rappresenta per l'intermediario un'occasione di formazione del proprio staff tesa ad incrementarne la professionalità. Non a caso il recente documento di consultazione dell'Esma recante le linee guida in materia di adeguatezza sottolinea l'importanza del corretto adempimento della *know your product rule*. *In altre parole, una formazione che comporti vera conoscenza, porta con sé anche piena coscienza e operare con coscienza significa operare correttamente, i.e. nell'interesse del cliente.*

4. *L'impatto della proposta di revisione della MIFID sull'industria della distribuzione – spunti di riflessione.*

Posto quindi che la consulenza “indipendente” rappresenta una modalità di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, che non sostituisce quella “tradizionale”, ma ad essa si affianca, si ritiene che possano configurarsi i seguenti scenari:

- 1) prestazione del servizio di consulenza in architettura aperta, con retrocessione di commissioni;
- 2) prestazione del servizio di consulenza in architettura aperta, con *fee ad hoc* a carico del cliente-investitore;
- 3) prestazione del servizio di consulenza in architettura chiusa, con retrocessione di commissioni;
- 4) prestazione del servizio di consulenza in architettura chiusa, con *fee ad hoc* a carico del cliente-investitore.

Scenari rispetto ai quali solo quello sub n. 2) presenta i caratteri della consulenza “indipendente”, dato che l'art. 24(5) della MiFID *Review* è interpretabile nel senso che, per aversi consulenza indipendente, devono ricorrere entrambe le caratteristiche ivi previste (ampio ventaglio di strumenti finanziari e divieto di compensi monetari).

Resta ferma la legittimità di tutti gli altri scenari.



Del pari, non sembrano esservi ostacoli a che l'intermediario preli il servizio di consulenza sia nella modalità indipendente sia in altra modalità, purché, naturalmente, nei confronti di clienti (o fasce di clienti) diversi.

Si ritiene invero, come già posto in luce, che nella modalità "indipendente" la consulenza sarà destinata soprattutto al servizio di una fascia ristretta di investitori con portafogli di dimensioni più rilevanti e disposti a corrispondere una *fee ad hoc*, essendo il costo del servizio direttamente proporzionale al grado di estensione dell'area degli strumenti finanziari considerati; mentre nelle altre modalità la consulenza, sia essa prestata in integrazione verticale o in architettura aperta, rimarrà essenziale per i clienti *retail*, alla cui protezione soprattutto mira la MiFID⁶.

Da ultimo, si rileva che l'aver definito la consulenza "indipendente" una modalità organizzativa, non reca né l'obbligo, né la necessità (se non creando confusione) di etichettare una consulenza non indipendente o "ristretta" in contrapposizione a quella indipendente; allo stadio attuale della proposta è solo previsto il divieto di definire con l'epiteto di "indipendente" la consulenza che fosse priva dei sopra citati caratteri e, in generale con riguardo alla prestazione del servizio di consulenza, di indicare l'ampiezza del novero degli strumenti finanziari su cui si basa l'analisi⁷.

Marco Tofanelli

⁶ Infatti, non può sottacersi il pericolo che una impostazione basata solo sulla prestazione del servizio di consulenza in modalità unicamente indipendente proposta potrebbe comportare una forte contrazione nel mercato della prestazione del servizio di consulenza: ciò, vuoi per legittime scelte degli intermediari, che potrebbero preferire formule di collocamento senza consulenza, vuoi per scelte degli investitori *retail*, che per non pagare una *fee ad hoc* potrebbero essere indotti a preferire servizi a minor valore aggiunto rispetto al servizio di consulenza offerto dagli intermediari a costi più contenuti anche grazie all'introito ad essi proveniente dalla prestazione di altri servizi di investimento.

⁷ Informazione quest'ultima che non rappresenta una novità rispetto all'attuale disciplina, tanto è vero che l'Assoreti nelle Linee guida per la relazione di servizio con il cliente prevede che "l'intermediario che presta il servizio di consulenza comunica al cliente, tra l'altro ... se fornisce raccomandazioni personalizzate su strumenti e prodotti da chiunque emessi e su servizi da chiunque prestati ovvero su quelli emessi o prestati dallo stesso intermediario consulente e/o da soggetti appartenenti al suo medesimo gruppo e/o da soggetti con i quali esso abbia stipulato accordi di distribuzione o di altra natura".