

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

MiFID II.

Quali tutele per il risparmiatore

Osservatorio Monetario 3/2018

Angelo Baglioni, Ezio Castagna, Rony Hamaui, Rossella Leidi, Nadia Linciano, Marco Lossani,
Andrea Perrone, Paolo Sironi.

novembre 2018



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2018

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Angelo Baglioni e Rony Hamaui (cap. 1), Paolo Sironi (cap. 2), Nadia Linciano (cap. 3), Andrea Perrone (cap. 4), Rossella Leidi e Ezio Castagna (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 22 novembre 2018.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; laboratorio.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso UBI Banca – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, A. BOITANI,
D. DELLI GATTI, P. GIARDA

INDICE

SINTESI –	pag. I
INTRODUZIONE – Marco Lossani	pag. 1
1. LE SFIDE DELLA MIFID II – Angelo Baglioni e Rony Hamaui	pag. 3
1. Principali novità introdotte dalla MiFID II	4
2. La consulenza finanziaria: l’esperienza inglese	9
3. Conclusioni	12
2. MIFID II E TEORIA DELLA TRASPARENZA DEI MERCATI FINANZIARI – Paolo Sironi	13
1. Una teoria della trasparenza dei mercati finanziari	13
2. Anti-fragilità in presenza di incertezza fondamentale e consapevolezza comportamentale olistica	16
3. L’asimmetria informativa e la trasformazione del modello di relazione	19
4. Creare valore per l’investitore con l’euristica nella relazione quale sistema aperto	20
5. Il tempo irreversibile e la simulazione stocastica dei rendimenti futuri	22
6. Conclusioni	24
3. LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA SECONDO MIFID II: NOVITÀ E PROFILI DI ATTENZIONE – Nadia Linciano	29
1. L’approccio alla revisione degli Orientamenti ESMA	31
2. Le informazioni sul cliente: portata e affidabilità	32
3. L’elaborazione del questionario per la raccolta delle informazioni sui clienti	39
4. Il ruolo del cliente nel processo di valutazione di adeguatezza	39
5. Conclusioni	40
4. MIFID II E LA “NUOVA” DISCIPLINA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO – Andrea Perrone	44
1. MiFID II come sineddoche	44
2. Le linee portanti della disciplina	44
3. La disciplina dei servizi di investimento	45
4. Le conseguenze distributive della disciplina	47
5. MIFID II - DA OBBLIGO NORMATIVO A OPPORTUNITÀ DI CAMBIAMENTO. L'APPROCCIO DEL GRUPPO UBI BANCA – Ezio Castagna e Rossella Leidi	49
1. I “pilastri” della MiFID II	49
2. Approccio Gruppo UBI Banca	52
3. Sviluppi futuri	67

SINTESI

Questo numero di Osservatorio Monetario è interamente dedicato all'analisi di alcuni aspetti della nuova direttiva europea che disciplina i mercati degli strumenti finanziari (Direttiva 2014/65/UE) più nota come MiFID II.

Il primo capitolo è incentrato sull'analisi delle principali novità regolamentari – inerenti alla intermediazione finanziaria – contenute nella MiFID II rispetto alla precedente direttiva MiFID I (2004/39/CE). Gli aspetti innovativi presi in esame riguardano la consulenza finanziaria, e i conflitti di interesse che può nascondere; il principio di adeguatezza, secondo cui gli intermediari devono essere in grado di raccomandare gli strumenti finanziari appropriati per il cliente – una volta tenuto conto delle sua tolleranza al rischio e della sua capacità a sostenere perdite; l'obbligo di trasparenza, in base al quale tutti i costi – e le e loro componenti – devono essere dettagliatamente rappresentati al cliente.

Il secondo capitolo analizza invece i tratti caratteristici della MiFID II alla luce di un approccio istituzionalista che cerca di superare i limiti della tradizionale teoria dei mercati finanziari. La Teoria della Trasparenza dei Mercati Finanziari (Financial Markets Theory of Transparency, FMT) si configura come una geometria non-commutativa o a tempo irreversibile, all'interno della quale si inserisce il *framework* metodologico istituzionalista coerente con la MiFID II e l'evoluzione della pratica professionale dell'industria finanziaria. Essa recupera la centralità dell'investitore nella relazione e nel processo decisionale di investimento in presenza di incertezza fondamentale e di causalità locali fondate su

tentativi di euristiche di arbitraggio su mercati finanziari trasparenti. Questo agevola il superamento delle ipotesi restrittive di razionalità dell'investitore e di efficienza dei mercati attraverso la trasparenza dei prezzi e delle intenzioni in ottica di valore; ma supera anche il tentativo incompleto della finanza comportamentale di ritornare alla razionalità. Ne consegue l'accettazione della dispersione agnostica, quindi incerta, dei rendimenti come unica proiezione nel futuro tutelante per l'investitore, basata sul tempo irreversibile in qualità di etica consequenzialista. In questo modo i bisogni della domanda possono incontrare le convinzioni dell'offerta riducendone l'autoreferenzialità. Solo l'euristica (*what-if*) guidata dalla comprensione degli obiettivi d'investimento interdipendenti (Goal Based Investing) consente il superamento dei limiti teorici della frontiera efficiente. La relazione tra cliente e intermediario, umana o digitalizzata, permette di conciliare l'instabilità dei mercati con quella degli investitori, fondata sulla biologia adattativa dell'*homo sapiens*, quindi creare anti-fragilità sulla base della consapevolezza comportamentale di tipo olistico per l'investitore e i mercati, che altro non sono che gli agenti dell'ecosistema finanziario.

L'analisi del terzo capitolo è focalizzata su una serie di valutazioni relative al nuovo *framework* normativo, ponendo particolare attenzione ai nuovi Orientamenti ESMA 2018 pubblicati con riferimento alla valutazione di adeguatezza – cui l'intermediario è tenuto nella prestazione del servizio di consulenza agli investimenti e di gestione del portafoglio. In particolare, utilizzando le categorie logiche tipiche della finanza comportamentale, vengono evidenziati i punti di forza e i profili di attenzione che – con particolare riferimento al caso italiano – si



legano anche alla bassa cultura finanziaria dei risparmiatori e alle dinamiche di una comunicazione consulente-cliente per certi versi ancora poco efficace. La conclusione raggiunta è che nella prestazione del servizio di consulenza, sia assolutamente necessaria una maggiore proattività da parte del consulente al fine di dare concretezza al potenziamento del sistema di tutele dell'investitore previsto da MiFID II e per trasformare un profilo di *compliance* in una leva di maggiore efficienza e maggiore competitività dell'intermediario.

Il quarto capitolo considera le principali novità regolamentari della MiFID II ricostruendo i principali profili giuridici riguardanti la nuova disciplina dei servizi di investimento.

Infine, nel quinto e conclusivo capitolo vengono esaminati i processi attraverso i quali la Direttiva MiFID II è stata recepita all'interno di uno dei maggiori gruppi bancari italiani. La dettagliata ricostruzione dell'esperienza vissuta all'interno del gruppo UBI Banca dimostra come il recepimento della nuova normativa possa costituire un'importante opportunità di cambiamento. A fronte di investimenti – anche ingenti – la nuova normativa produrrà nel tempo significativi effetti positivi in diversi ambiti, a condizione che vengano attivati modelli di servizio flessibili in grado di adattarsi al continuo mutamento dei mercati e delle esigenze dei clienti.

LA POLITICA (E LE POLITICHE) CONTANO, SEMPRE DI PIU'....

di Marco Lossani ♦

Lo scenario internazionale inizia a scontare pesantemente gli effetti della crescente incertezza geo-politica. Tutti i principali istituti di ricerca hanno rivisto al ribasso le prospettive di crescita per buona parte delle economie avanzate ed emergenti, nonostante una fase espansiva USA che – pur essendo ormai giunta al suo decimo anno di vita – è rimasta eccezionalmente robusta. La riduzione della crescita prevista – che nelle ultime settimane si è accompagnata a un flusso di dati che confermano l'avvio del rallentamento – è l'effetto ultimo di un deciso aumento dell'incertezza che grava sia sul quadro politico che su quello relativo alle politiche economiche.

L'esito delle elezioni di *mid-term* negli USA ha sancito – dopo 12 anni – il ritorno del Partito Democratico al controllo della Camera, ma non ha impedito ai Repubblicani di mantenere il controllo del Senato. La divisione *bi-partisan* del Congresso ha aumentato il grado di incertezza relativo alle decisioni sulle principali misure di politica economica che dovranno essere prese nei prossimi mesi. Peraltro, non è da escludere la possibilità che il mancato controllo della Camera spinga il Presidente Trump ad assumere un atteggiamento ancora più aggressivo in quegli ambiti che – attraverso la delega conferitagli dal Congresso – sono sotto il suo (quasi) diretto controllo, come le politiche commerciali. Un inasprimento della *trade agenda* portata avanti nei confronti della Cina aumenterebbe sensibilmente il rischio di guerre commerciali e, con esso, l'effetto depressivo sulla crescita. Secondo le ultime stime fornite dal FMI, la materializzazione di una guerra commerciale tra le due principali

economie avrebbe l'effetto di ridurre il prodotto USA – rispetto allo scenario di base senza guerre tariffarie – dello 0,9%; mentre in Cina la perdita ammonterebbe all'1,6%.

Non meno incerto è lo scenario sul fronte Brexit. L'accordo raggiunto sulle condizioni del recesso britannico dall'Unione Europea ha messo in evidenza una lunga serie di impegni – a suo tempo assunti dal Regno Unito nei confronti dell'Unione – che rendono particolarmente onerosa la procedura di uscita. Non solo in conseguenza di gravosi impegni di carattere finanziario, ma anche per via di una serie vincoli legislativi comunitari che potranno condizionare l'operatività del sistema economico-giudiziario britannico ancora per diverso tempo. La conseguenza ultima è la definizione di un periodo di transizione – almeno sino alla fine del 2020, se non oltre – durante il quale il Regno Unito sarà ancora a tenuto – tra le altre cose – ad accettare la giurisdizione della Corte di Giustizia Europea in caso di contenziosi legali. Un elemento che ha fatto letteralmente esplodere la reazione di molti deputati conservatori e di alcuni Ministri del Governo May al punto da arrivare a prefigurare la possibilità di elezioni anticipate e/o di una sospensione dell'intera Brexit.

Infine, vi sono le recenti prese di posizione assunte dal governo italiano ad alimentare l'incertezza all'interno dell'Eurozona. E' sotto gli occhi di tutti come tale posizione abbia comportato una spaccatura senza precedenti tra Governo italiano e Bruxelles. La reazione dei mercati è stata immediata. Lo spread è ormai stabilmente attorno 300 punti, con evidenti conseguenze negative (immediate) per i bilanci bancari e (nel futuro più prossimo) per i conti della finanza pubblica. Una deriva che potrebbe subire un'ulteriore accelerazione a seguito della

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore



procedura di infrazione avviata dalla Commissione Europea nei nostri confronti. Operativamente ciò si tradurrebbe nella necessità di riportare il rapporto debito-PIL lungo un sentiero di riduzione pari a un ventesimo dello scostamento tra l'attuale valore e l'obiettivo del 60 per cento. Dal momento che ciò equivarrebbe a una (irrealizzabile, data la fase ciclica in corso) riduzione del rapporto debito-PIL pari al 3,5% l'anno, non è da escludere un'ulteriore reazione negativa da parte dei mercati con un nuovo incremento dello spread (che nel momento in cui scriviamo è pari ai 315 punti base). Con il concreto rischio di infilarsi in un vero e proprio *cul de sac* da cui diventerà molto difficile uscire. Nel frattempo Francia e Germania cercano di avviare– seppure tra mille resistenze – una prima forma di bilancio comune europeo.....



1. LE SFIDE DELLA MIFID II

Angelo Baglioni e Rony Hamaui ♦

Il 3 gennaio 2018 è entrata in vigore la nuova direttiva europea che disciplina i mercati degli strumenti finanziari (Direttiva 2014/65/UE), nota come MiFID II, dall'acronimo inglese di Markets in Financial Instruments Directive¹. Essa tuttavia dispiegherà tutti i suoi effetti in termini di concorrenza e trasparenza solo col tempo, data la complessità dei meccanismi introdotti. La nuova direttiva sostituisce, dopo oltre un decennio, la precedente omonima MiFID I (Direttiva 2004/39/CE), che pur avendo avuto il merito di dare all'Europa un'armonizzazione molto dettagliata, premessa per creare un mercato finanziario integrato, ed avere stimolato numerosi cambiamenti nel campo dell'intermediazione finanziaria, si era dimostrata insufficiente a tutelare i risparmiatori europei e a fornire loro contrattazioni trasparenti².

Come ogni direttiva, anche la MiFID II ha dovuto essere recepita dai parlamenti di tutti gli stati membri dell'Unione Europea. In Italia la MiFID II è stata recepita con il decreto legislativo 129/2017. Dato il forte dettaglio della norma europea, molto limitata è stata tuttavia in sede di recepimento la possibilità degli Stati membri di introdurre interpretazioni difformi dal dettato comunitario. Per rafforzare gli effetti della MiFID II le autorità comunitarie hanno anche emesso una serie di regolamenti, che consentono la diretta applicazione nei paesi membri dell'Unione Europea senza una procedura di

recepimento. Tra i più significativi segnaliamo (Box 1 e 2) quello sul Kid (Key Information Document) e MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation).

La normativa MiFID II è strutturata in ben 96 articoli suddivisi in 7 titoli, ognuno dei quali dedicato ad un aspetto specifico. Il primo titolo riguarda l'elenco dei soggetti che rientrano nell'ambito di applicazione della norma: imprese di investimento (incluse banche che offrano servizi di investimento), gestori del mercato, mercati regolamentati, imprese di paesi terzi che operano sul territorio europeo per mezzo di una succursale. Sono invece esentati dalla nuova normativa: imprese di assicurazione, coloro che negoziano sui mercati regolamentati per conto proprio (ad eccezione dei market maker, degli individui che utilizzano tecniche di negoziazione ad alta frequenza e di quelli che operano in strumenti derivati). Tuttavia i prodotti di investimento a base assicurativa sono stati oggetto di un'altra specifica direttiva, che per molti versi ricalca la MiFID II: la direttiva 2016/97 che prende il nome di IDD (Insurance Distribution Directive).

Tornando alla MiFID II, il secondo titolo tratta delle condizioni per l'autorizzazione (e revoca) all'esercizio dei servizi d'investimento. La *product governance* impone agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento volte alla tutela del risparmiatore nell'atto della creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari. In particolare, come vedremo meglio più avanti, l'offerta di servizi, operazioni e prodotti deve essere conforme alla tolleranza al rischio, alle

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

¹ Fanno eccezione le disposizioni, concernenti la raccolta delle informazioni rese pubbliche da parte di sistemi

consolidati di pubblicazione, che hanno visto il loro debutto nel settembre 2018 (articolo 65 paragrafo 2).

² A sua volta la MiFID aveva sostituito la precedente *Investment Services Directive* (Direttiva 93/22/CE) ispirata a principi di "armonizzazione minima".



caratteristiche e alle esigenze dei clienti. L'intermediario deve poi evitare di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale in maniera incompatibile con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti (concetto di *best execution*)³. In particolare, esso deve evitare meccanismi di incentivazione e target di vendita che inducano il personale a raccomandare uno specifico strumento di investimento, che sia in contrasto con l'interesse del cliente. La direttiva affronta anche il macro-tema della trasparenza e dell'informativa che deve essere sempre orientata alla tutela del risparmiatore.

Il titolo terzo tratta delle autorizzazioni necessarie ai mercati regolamentati per operare, compresi i requisiti gestionali e organizzativi, le modalità di accesso agli stessi e le condizioni di ammissione e sospensione degli strumenti finanziari. Il titolo quarto comprende la negoziazione di strumenti derivati su merci e detta le modalità per il calcolo e controllo dei limiti di posizione, nonché le procedure che portano alla formazione dei prezzi al fine di evitare abusi di mercato. Il titolo quinto tratta delle informazioni ex-ante ed ex-post che i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione devono fornire. Queste devono essere il più possibile chiare, trasparenti, omogenee e tempestive. Il titolo sesto raccoglie la disciplina riguardante le autorità di vigilanza, compreso l'elenco di sanzioni applicabili in caso di trasgressione, che devono essere pubblicate. L'ultimo titolo (settimo) riguarda gli atti delegati e le disposizioni finali.

1. Principali novità introdotte dalla MiFID II

Come visto pocanzi, le novità introdotte dalla MiFID II sono molto numerose e toccano diversi campi. Noi ci limiteremo a guardare quelle inerenti all'intermediazione finanziaria, lasciando da parte quelle riguardanti i mercati. In questo ambito quattro sono i principali cambiamenti che vorremmo sottolineare.

Un primo aspetto ha a che fare con la **consulenza finanziaria** e i possibili conflitti d'interesse che essa può nascondere. In particolare, il legislatore europeo si è giustamente preoccupato della presenza di accordi di retrocessione delle commissioni fra gestore e distributore/consulente di strumenti finanziari. Questi infatti possono far sì che gli interessi dell'investitore vengano messi in secondo piano dal consulente interessato a percepire le suddette commissioni dal gestore.

Più in dettaglio, quando il legislatore parla di retrocessioni si riferisce a "qualsiasi forma di denaro, beni e servizi che un'impresa di investimento o i suoi dipendenti ricevono da un terzo in relazione al servizio prestato, diversi dalle commissioni volte a remunerare il servizio offerto".

Al fine di evitare ogni forma di distorsione nel comportamento degli intermediari, la MiFID II (art. 24) introduce la figura del consulente indipendente, la cui unica retribuzione sono le commissioni pagate direttamente dal cliente per i servizi resi, mentre gli è vietato percepire commissioni o altri benefici dai gestori e fornitori, a eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto. In questo modo, l'attività del professionista/distributore dovrebbe essere rivolta esclusivamente a fornire soluzioni che si adattano allo specifico bisogno del cliente.

³ Il principio di *best execution* impegna gli intermediari a perseguire il miglior risultato per il cliente, in termini di

prezzo, costi e rapidità di esecuzione di un ordine di investimento (art.27).



Ad ulteriore tutela del risparmiatore, la MiFID II prevede che egli sia informato in tempo utile, ovvero prima della prestazione del servizio, se la consulenza verrà fornita su base indipendente o meno e se esistano altri rapporti contrattuali in grado di compromettere la valutazione. Inoltre una impresa d'investimento che offra il servizio di consulenza indipendente deve essere in grado di valutare un'ampia varietà di strumenti, garantendo una buona diversificazione in termini di emittenti e strumenti; essa non può limitarsi a consigliare strumenti finanziari emessi dall'impresa stessa o da altre entità economiche con cui abbia uno stretto legame.

La MiFID II delinea anche il profilo del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede (non indipendente). Quest'ultimo, nel passato denominato promotore finanziario, è "la persona che esercita l'attività di promotore nell'interesse di un unico soggetto, il quale può essere una banca, una SIM, o una SGR". Generalmente promuove diversi tipi di strumenti finanziari, che possono essere gestiti dalla propria casa madre o eventualmente da altre Società. Tuttavia dal 3 gennaio 2018 questi intermediari non indipendenti, che continuano a percepire commissioni di retrocessione dal gestore, devono incorporare tali commissioni, non giustificabili da un beneficio tangibile per il cliente, dalla commissione effettivamente richiesta per il servizio offerto. In altri termini i costi per sostenere la rete di vendita non potranno più essere mascherati dietro la generica voce di commissioni di collocamento e questo, si spera, comporterà una totale revisione delle pratiche commerciali associate al ramo non-indipendente dell'industria e una graduale rimozione dei conflitti di interesse.

Più in particolare la normativa prevede alcuni obblighi informativi da ottemperare in fase di collocamento del servizio: il collocatore non-

indipendente potrà continuare a ricevere delle commissioni ma il loro ammontare dovrà essere immediatamente reso noto all'investitore (ex-ante) in maniera chiara e dettagliata.

In definitiva, dopo un lungo braccio di ferro fra i paesi che volevano contemplare solo la figura del consulente indipendente e paesi che avevano paura di una riforma così radicale sui loro sistemi bancari, ha prevalso una linea mediana. A questo proposito è bene ricordare che nel contesto europeo, il divieto assoluto a ricevere incentivi è già previsto e attuato in UK, Svezia e Danimarca, mentre in Francia e Germania gli incentivi sono ammessi a determinate condizioni.

Un secondo importante cambiamento introdotto dalla MiFID II ha a che fare col principio di **adeguatezza** (art. 25): gli intermediari devono essere in grado di raccomandare gli strumenti finanziari adeguati al cliente, soprattutto in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite.

In questo ambito, la direttiva europea introduce il concetto di *product governance*, per il quale si impone ai gestori l'obbligo, per ogni prodotto offerto, di individuare un *target market*, ovvero un segmento di clientela adeguato in termini di esigenze, caratteristiche e obiettivi. Nella sostanza i *manufacturers* (produttori) dovranno indicare uno specifico mercato di riferimento già in fase di creazione del prodotto finanziario, distinguendo tra target di mercato positivo e negativo. Verso quest'ultimo vigerà un divieto assoluto alla distribuzione. La normativa prevede poi una fase di controllo nella quale si dovrà verificare l'adeguatezza nel prodotto in termini di rischio/rendimento, anche alla luce di precise analisi di scenario. I gestori dovranno valutare poi l'adeguatezza dei prodotti con il contributo dei collocatori anche nella fase di progettazione del



prodotto. Sarà pertanto necessario prevedere con essi un canale diretto di comunicazione. I collocatori, infatti, potendo contare su un rapporto diretto con il cliente, avranno il compito di individuare più precisamente i segmenti di clientela più coerenti con le caratteristiche dei prodotti proposti. In questa fase gli strumenti finanziari dovranno essere valutati non solo nella loro individualità ma anche all'interno di una struttura di portafoglio, se prevista.

Le linee guida da seguire per l'identificazione del mercato obiettivo sono state indicate in maniera più precisa dall'Esma (European Securities and Markets Authority) sulla base di due criteri specifici: la "tolleranza al rischio" e la "capacità di sostenere le perdite". Pertanto non sarà più possibile adottare prassi pregiudizievoli per gli interessi della clientela, facendo leva sulle preferenze dichiarate dal cliente verso soluzioni di investimento potenzialmente più performanti, ma si dovranno tenere in maggiore considerazione le necessità di quegli investitori che non sono in grado di valutare con consapevolezza la qualità dei prodotti offerti⁴.

Al fine di specificare meglio l'adeguatezza, è prevista una revisione degli attuali questionari di profilazione, già previsti dalla MiFID I. In questo ambito, dovranno essere valutate periodicamente: la tolleranza al rischio dell'investitore (anche attraverso indicatori numerici di avversione al rischio), la sua capacità di sostenere perdite, le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti finanziari. Le imprese di investimento devono anche informare i clienti se esse intendano fornire una valutazione periodica della adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati nell'ambito del servizio di consulenza.

Le imprese di investimento sono esentate dalle rilevazioni di cui sopra nel caso in cui un cliente, di sua iniziativa, richieda un servizio di mera esecuzione, ricezione e trasmissione di un ordine di investimento (*execution only*). Questa possibilità è però prevista solo per alcuni strumenti finanziari, quali: azioni e obbligazioni scambiate su mercati regolamentati, strumenti del mercato monetario, quote di fondi comuni di investimento.

Il principio di adeguatezza trova un suo complemento in quello di **idoneità**. Le imprese di investimento devono garantire che il personale addetto alla consulenza abbia le necessarie competenze per prestare questo servizio. Solo così esse possono essere in grado di consigliare i prodotti più adatti ai clienti.

Infine, l'**autorità di vigilanza** vede rafforzati i propri poteri, avendo il potere di bloccare il collocamento dei prodotti non conformi ai nuovi requisiti richiesti, ad esempio in caso di mancato adeguamento agli standard da parte dell'intermediario.

L'obbligo alla **trasparenza sui costi** dei prodotti e servizi è un'altra delle novità principali della MiFID II. In particolare la normativa europea precisa che tutti i costi vadano dettagliatamente rappresentati al cliente distinguendo tra costi del servizio, costi associati al prodotto e commissioni di retrocessione. Tutte le componenti vanno esplicitate sia in termini percentuali che in valore assoluto, giacché spesso gli investitori non riescono a capirne la vera portata. Il legislatore distingue poi tra informativa ex-ante, una tantum ed ex-post. La prima deve indicare in modo dettagliato tutti gli aspetti relativi all'ampiezza dell'offerta e alla frequenza con cui l'intermediario valuterà l'adeguatezza dei prodotti e dovrà specificare, come accennato in precedenza, se la

⁴ Si veda: Moneyfarm, *MI FID II, Una direttiva per salvare il risparmio*.



consulenza viene effettuata su base indipendente o meno. L'investitore inoltre dovrà conoscere le sedi di esecuzione degli ordini, le strategie di investimento consigliate, il perimetro di azione dell'intermediario e dei servizi offerti, oltre a informazioni specifiche sui prodotti proposti. Le informazioni sugli strumenti e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere anche le avvertenze sui **rischi** ad essi associati. L'informativa una tantum sarà invece fornita a discrezione e su richiesta specifica del cliente. Infine l'informativa ex-post, con cadenza almeno annuale, dovrà fornire nel dettaglio i costi sostenuti relativamente ai singoli prodotti e al portafoglio complessivo. Il gestore dovrà anche mostrare l'incidenza del costo sostenuto sul rendimento effettivo in forma analitica. La prima scadenza di tale obbligo, fissata per la prossima primavera, mette in ansia molti gestori giacché molti risparmiatori potrebbero per la prima volta capire che i costi da loro sostenuti hanno eroso gran parte del rendimento dell'investimento.

Oltre ai costi è previsto l'invio al cliente, almeno su base trimestrale, di una comunicazione che includa il dettaglio degli strumenti d'investimento. Sarà necessario, inoltre, fornire segnalazioni ad hoc in caso di scarsa liquidità di un titolo, oltre alle informazioni specifiche sulle soglie di perdita (come da indicazione Esma) e sull'eventuale effetto leva.

In merito ai costi di switch, cioè alla vendita di uno strumento e al contestuale acquisto di un altro, pratica molto diffusa nella realtà italiana e spesso volta a guadagnare commissioni d'ingresso, il punto cruciale diventa la valutazione dei costi/benefici per il cliente. In altri termini per giustificare lo switch, il distributore deve dimostrare che i benefici del cambiamento siano superiori ai costi associati, anche attraverso la comparazione con prodotti equivalenti.

Un'ulteriore novità riguarda i costi di ricerca, che d'ora in avanti dovranno essere scorporati dai costi di esecuzione delle transazioni e potranno essere addebitati solo se siano stati definiti in anticipo in sede di budget. Così molti intermediari hanno deciso di accollarsi questi costi senza riversarli sul cliente.

Box 1 - Il regolamento KID

Il KID (*Key Information Document*) è il documento sintetico contenente le informazioni chiave per consentire all'investitore retail di assumere decisioni di investimento consapevoli. Esso è stato disciplinato con il regolamento n. 1286/2014, entrato in vigore dal 1° gennaio 2018.

Il KID non deve essere più lungo di tre pagine ed essere "consegnato" all'investitore. Non è dunque sufficiente limitarsi a metterlo a disposizione dell'investitore. La consegna deve avvenire a titolo gratuito, su carta o attraverso un diverso supporto durevole o mediante pubblicazione su un sito internet. La terminologia utilizzata deve essere chiara, facilmente comprensibile e non deve essere troppo tecnica. L'obbligo di redazione del KID riguarda i PRIIPs (*Packaged Retail Investment and Insurance-based Products*), cioè i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativo pre-assemblati. Questi a loro volta si distinguono in due categorie: prodotti a base assicurativa e prodotti non a base assicurativa. I primi sono prodotti assicurativi in cui la scadenza o il valore di riscatto è influenzato in tutto o in parte dalle fluttuazioni del mercato (polizze vita *index-linked*). I secondi sono invece investimenti nei quali l'importo dovuto all'investitore è soggetto a fluttuazioni, a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attività che non siano



direttamente acquistati dall'investitore (es.: strumenti derivati, obbligazioni o altri prodotti strutturati, fondi comuni di investimento UCITS e alternativi, titoli cartolarizzati). Sono, invece, espressamente esclusi dall'ambito di applicazione del regolamento i prodotti assicurativi vita che non prevedono un valore di riscatto o che prevedono un valore di riscatto non legato alle fluttuazioni di mercato, i depositi strutturati con rendimento legato a tassi di interesse, gli strumenti emessi da enti pubblici, garantiti dallo Stato o enti locali, strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in via continuativa da enti creditizi, al ricorrere di talune condizioni, o ancora i prodotti pensionistici volti ad assicurare un reddito dopo il pensionamento, aziendali o professionali riconosciuti e prodotti pensionistici per i quali è previsto un contributo finanziario del datore di lavoro.

Il KID, oltre a contenere il nome del PRIIP, gli estremi del produttore, le informazioni sull'autorità di vigilanza competente e la data del documento, deve essere composto da cinque sezioni. La prima deve fornire all'investitore le informazioni circa il tipo di prodotto, la sua durata, gli obiettivi e i mezzi per conseguirli. Deve essere riportata, inoltre, una descrizione delle attività sottostanti nonché dei fattori cui è legato il rendimento. In quella sezione il KID dovrà specificare anche il tipo di investitore cui è rivolto il prodotto. Nella seconda sezione il produttore è chiamato a descrivere il profilo di rischio e di rendimento del prodotto secondo un indicatore sintetico di rischio (SRI) suddiviso in sette classi. Il calcolo dello SRI è basato sul rischio di mercato e sul rischio di credito del prodotto. Dovrà inoltre essere inserita una nota esplicativa che spieghi gli obiettivi dell'indicatore, i suoi limiti e gli ulteriori rischi non rappresentati nello SRI, con un'indicazione sulla durata di investimento

raccomandata. Va inoltre calcolata la performance dei possibili scenari futuri a 1, 3, 5 anni in caso di scenario sfavorevole, moderato e favorevole. È anche necessario indicare se l'investitore è esposto al rischio di perdite patrimoniali in conseguenza del default del produttore, indicando eventuali sistemi di garanzia. Nella terza sezione è necessario specificare i costi diretti e indiretti, ricorrenti e non, sia in termini monetari che percentuali. Nella quarta sezione si richiede di indicare il periodo minimo di detenzione raccomandato con allegata una giustificazione ragionata. L'ultima sezione è dedicata alla possibilità di proporre reclami sul prodotto o sulla condotta del produttore, del consulente o del distributore.

Box 2 - Il Regolamento MIFIR

Il regolamento (UE 600/2014), meglio noto come MIFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) riprende e specifica tematiche già affrontate nella direttiva MiFID II riguardo alle transazioni sui mercati quali: la "trasparenza nelle sedi di negoziazione", con l'obbligo di fornire alla clientela informazioni chiare e tempestive riguardanti i prezzi e i volumi di scambio pre e post negoziazione, sia per strumenti finanziari rappresentativi di capitale (azioni, fondi indicizzati e altri strumenti simili) che a quelli non rappresentativi di capitale (obbligazioni, strumenti finanziari strutturati e derivati); l'estensione del concetto di trasparenza agli internalizzatori sistematici e alle imprese di investimento che operano sui mercati OTC, ovverosia che derivano dall'incontro bilaterale tra domanda e offerta; l'obbligo di conservare le registrazioni, di segnalare tutte le operazioni su prodotti derivati (OTC e quotati su mercati regolamentati) all'Autorità di Vigilanza Europea dei



mercati Finanziari (ESMA); l'accesso non discriminatorio alla compensazione per gli strumenti finanziari ed in particolare per tutte le operazioni su derivati; la cosiddetta *product intervention*, da interpretare come il potere delle autorità nazionali e sovranazionali, preposte alla vigilanza, di vietare e/o limitare la distribuzione di specifici prodotti perché nocivi ai risparmiatori o per l'integrità o la stabilità del mercato.

2. La consulenza finanziaria: l'esperienza inglese

L'ordinamento inglese distingue tra due tipi di consulenza finanziaria alla clientela: quella *independent* e quella *restricted*. Un consulente che fornisce consulenza indipendente deve essere in grado di consigliare tutti i tipi di investimento al dettaglio, prendendo in considerazione i prodotti di tutte le aziende sul mercato, senza favorire alcuna particolare azienda-prodotto. La consulenza ristretta è invece limitata ad alcuni prodotti o produttori: in questo caso, il consulente deve rendere chiaro al cliente la natura della restrizione (ad esempio il fatto che si limita a distribuire i prodotti di una sola casa di investimento). A entrambi i tipi di consulenti, indipendenti e *restricted*, è fatto divieto di ricevere commissioni/incentivi dalle imprese che producono strumenti di investimento, al fine di evitare qualsiasi forma di conflitto di interesse o di distorsione che possa danneggiare la clientela. Ciò che distingue la consulenza indipendente da quella *restricted* non è quindi il meccanismo di remunerazione, ma l'ampiezza della gamma di prodotti (per tipologia e per emittente) che deve essere presa in considerazione da un consulente che voglia qualificarsi come indipendente.

Un investitore può anche decidere di rinunciare del tutto alla consulenza finanziaria, e passare un ordine ad un intermediario in regime di *information only* o *non-advice service*. In alcuni casi può ricevere consigli sotto forma di *guidance*: una forma di aiuto/informazione che non rispetta necessariamente i requisiti della consulenza (*advice*) regolamentata. Facendo così risparmia sui costi dell'intermediazione finanziaria, ma rinuncia alla possibilità di rivolgersi al Financial Ombudsman Service o al Financial Services Compensation Scheme in caso di controversie e di eventi avversi.

L'attuale assetto deriva dall'iniziativa presa dalla Financial Services Authority (FSA) nel 2006: la *Retail Distribution Review* (RDR). Questa indagine sulla distribuzione di prodotti di investimento al dettaglio aveva evidenziato alcuni importanti problemi. In particolare, si segnalavano le distorsioni dovute agli incentivi che i consulenti/distributori finanziari ricevevano dai produttori di strumenti di investimento. Si registrava anche un *bundling* tra la remunerazione del servizio di consulenza e le commissioni relative al prodotto di investimento (come le commissioni di gestione), a scapito della trasparenza. A causa di questa commistione, molti risparmiatori erano indotti a credere erroneamente che la consulenza fosse un servizio gratuito.⁵ Per evitare questi problemi, è stato introdotto nel 2012 il divieto di ricevere commissioni dalle case produttrici: i consulenti devono quindi fare pagare il loro servizio ai clienti, dando loro adeguate spiegazioni sulla politica di prezzo.

Di recente, la Financial Conduct Authority (FCA, che ha nel frattempo preso il posto della FSA nella supervisione della trasparenza e correttezza nel settore dei servizi di investimento) ha chiarito

⁵ Si veda Europe Economics, *RDR Post Implementation Review*, dicembre 2014, Londra.



l'impatto del recepimento della Direttiva MiFID II nell'ordinamento britannico sui servizi di consulenza agli investitori al dettaglio.⁶ La FCA prende atto dei requisiti di trasparenza imposti dalla MiFID II in termini di rendicontazione dei costi dei servizi di investimento. Questi requisiti si aggiungono a quelli già previsti dalla RDR, relativi al servizio di consulenza, che continuano ad essere in vigore. La definizione di consulenza "indipendente" introdotta dalla MiFID è sostanzialmente coerente con quella già in vigore in U.K. in virtù della RDR: in particolare, per quanto riguarda l'ampiezza degli strumenti di investimento offerti sia per tipo sia per emittente. Analogamente, si applica il divieto, previsto dalla MiFID II, di ricevere incentivi dalle case-prodotto: anzi, sotto questo profilo l'ordinamento inglese era già e rimane più restrittivo della Direttiva comunitaria, poiché impone il divieto sia ai consulenti indipendenti sia a quelli che offrono la consulenza restricted. Nel Regno Unito non è quindi possibile offrire una forma di consulenza "non indipendente", tale da consentire al consulente di ricevere commissioni di retrocessione dalle SGR che "fabbricano" i prodotti di investimento, come avviene invece in Italia e come previsto dalla Direttiva.

L'approccio inglese è stato quindi più radicale di quello comunitario. Ciò presenta pregi e difetti. Da un lato, l'abolizione completa della consulenza *commission-based* ha eliminato alla radice i possibili conflitti di interesse, derivanti dagli incentivi pagati dalle case produttrici di strumenti di investimento agli intermediari distributori. D'altro canto, il modello inglese è molto rigido: nei primi anni di applicazione, l'imposizione della consulenza *fee-based* (il cliente paga commissioni per il servizio che

riceve dal suo consulente, il quale non può ricevere compensi dalle case produttrici) si è rivelata più problematica di quanto ci si attendesse. Secondo un'indagine delle stesse autorità inglesi (FCA e Ministero del Tesoro)⁷ si è prodotto quello che viene chiamato *advice gap*: una fetta consistente di risparmiatori rinuncia ad avere un servizio di consulenza, pur avendone bisogno. La ragione fondamentale di ciò risiede nel costo eccessivo del servizio di consulenza, almeno rispetto alle aspettative della clientela. Una survey condotta nel 2016 ha rilevato che il 69% dei consulenti intervistati sostiene di avere perso potenziali clienti nell'anno precedente, nella maggior parte dei casi per problemi di prezzo. Un'altra ragione per cui alcuni clienti rinunciano alla consulenza è la mancanza di fiducia: non si fidano dell'industria dell'intermediazione finanziaria, anche a seguito degli scandali che hanno caratterizzato l'ultimo decennio.

Il problema della eccessiva onerosità del servizio di consulenza è naturalmente più acuto per i clienti con minori disponibilità da investire. Posto che vi sono una serie di costi fissi da sostenere per fornire il servizio di consulenza, tale servizio è più economico per coloro che investono somme più elevate. Gli stessi intermediari ammettono di concentrare la loro offerta di consulenza sui clienti più facoltosi. I costi fissi sono, ad esempio: spese di marketing, di formazione del personale, di investimento in tecnologia, di *compliance* con la regolamentazione. Secondo una stima riportata nel citato rapporto della FCA, il costo medio orario della consulenza finanziaria si aggira sulle 150 sterline. In base a una indagine riportata nello stesso rapporto, il 62% delle persone intervistate è disposta a pagare per la consulenza finanziaria se deve investire almeno

⁶ Si veda FCA, *MiFID II: retail investment advice firms*, gennaio 2018, Londra.

⁷ FCA, *Financial Advice Market Review. Final Report*, Marzo 2016, Londra.

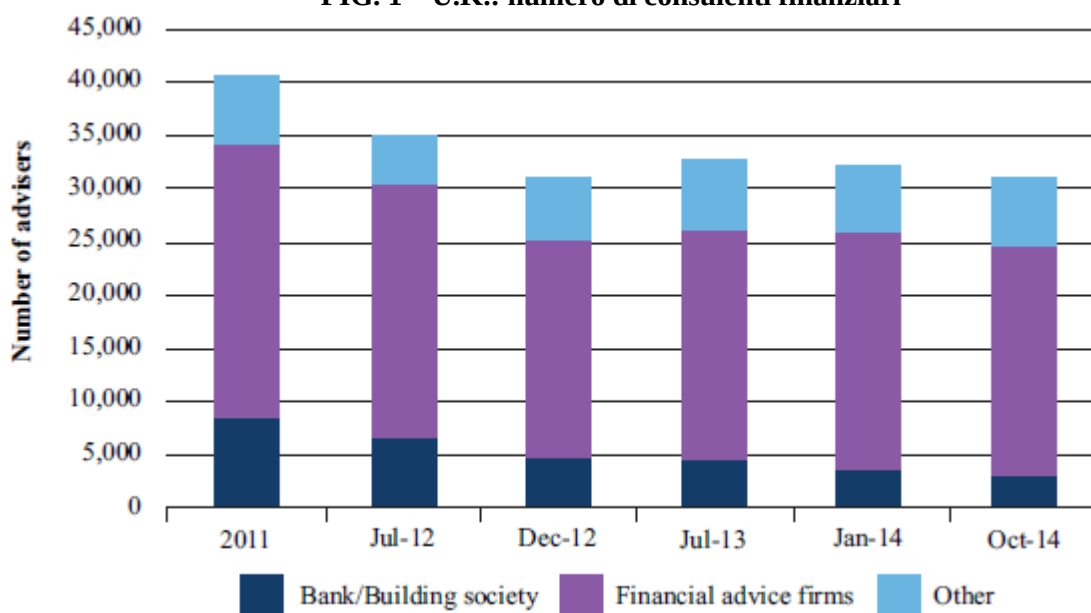


50.000 sterline, mentre solo il 27% si dichiara disponibile a pagare la consulenza per investire una somma di 10.000 sterline. Oltre alla presenza di un costo minimo per la consulenza, che ovviamente incide maggiormente sui piccoli investimenti, c'è un altro fattore: solo chi investe somme di una certa importanza può avere interesse ad acquistare prodotti finanziari complessi, per i quali si avverte maggiormente l'esigenza di essere assistiti da un consulente professionale.

L'avvento della consulenza *fee-based* nel 2012 ha comportato un ridimensionamento del numero di

consulenti, soprattutto di coloro che operano presso le istituzioni più grandi: banche e assicurazioni. Queste sono quelle che tradizionalmente servono la clientela meno abbiente, offrendo servizi maggiormente standardizzati. Questo andamento – illustrato nella FIG. 1 – non sorprende, alla luce di quanto appena detto sulla difficoltà o indisponibilità di questo segmento di clientela a pagare per il servizio di consulenza.

FIG. 1 – U.K.: numero di consulenti finanziari



Fonte: FCA

La riluttanza a pagare per la consulenza, vuoi per ragioni di prezzo vuoi per sfiducia verso gli intermediari, ha portato un numero crescente di risparmiatori a investire i loro risparmi senza consulenza (*non-advice service*), anche se in realtà ne

avrebbero bisogno. Indagini riportate nel citato rapporto della FCA offrono i seguenti risultati: 1) quasi la metà (47%) degli investitori intervistati non ha usufruito di servizi di consulenza, ma solo il 27% si dichiara in grado di scegliere tra i prodotti



finanziari senza alcuna assistenza; 2) oltre un terzo (34%) di coloro che decidono da soli come investire i loro risparmi se ne pentono successivamente. Questi risultati indicano che la rigidità del modello inglese può avere conseguenze negative non solo per l'industria finanziaria, per il calo del numero di consulenti, ma anche per i risparmiatori: l'*advice gap* finisce per tagliare fuori dai servizi di consulenza una quota consistente della popolazione, compresi coloro che non sono in grado di gestire in modo autonomo il proprio risparmio, anche e soprattutto in conseguenza di un diffuso problema di analfabetismo finanziario.

3. Conclusioni

Indubbiamente la MiFID II ha enormemente alzato, almeno sulla carta, il livello di trasparenza e quindi di tutela del risparmio. La quantità delle informazioni da fornire al cliente e alle autorità di vigilanza, una maggiore robustezza degli assetti organizzativi, più elevati standard di formazione del personale e più in generale una maggior considerazione degli interessi dell'investitore non possono che far aumentare i costi dei servizi ed in particolare quelli della consulenza, su cui la nostra analisi si è soffermata. Tuttavia è anche probabile che il nuovo assetto regolamentare, ed in particolare la maggiore trasparenza dei costi, aumenti la pressione competitiva e riduca i ricavi degli intermediari. Le due forze sopra descritte non possono che esercitare una forte compressione dei margini di profitto di consulenti e gestori. Questi risultano ulteriormente sotto pressione a causa delle innovazioni di prodotto e di processo in atto nell'industria finanziaria. Sotto il primo aspetto ricordiamo la continua crescita degli strumenti a gestione passiva (ETF, ETP ecc.) con costi e marginalità bassissimi. Sotto l'aspetto dell'innovazione di processo vale la pena citare gli sviluppi dell'intelligenza artificiale applicata alla

consulenza (*robot advisor*), che incomincia a guadagnare terreno.

Forse memore di questo contesto di mercato, il legislatore europeo non ha voluto eliminare completamente i potenziali conflitti d'interesse che un consulente può avere nel momento in cui riceve commissioni di retrocessione da parte del gestore. Così la MiFID II, a differenza del caso inglese ma anche danese e svedese, accanto alla figura del consulente indipendente ha salvato la figura del tradizionale consulente non indipendente, lasciando alla libera scelta degli intermediari quale tipo di servizio offrire. La necessità di non mettere troppa pressione sul sistema degli intermediari, ed in particolare delle banche, ha certamente giocato un ruolo rilevante. A questo si unisce il fatto che l'esperienza britannica si è dimostrata non priva di controindicazioni, dato che molti investitori hanno rinunciato ai servizi della consulenza finanziaria o sono stati costretti a rinunciarvi in un momento in cui la tecnologia non è ancora totalmente matura per offrire un servizio di qualità a costi contenuti.

Tuttavia, la prudente scelta del legislatore europeo rende assolutamente necessario che le autorità vigilino attentamente sul comportamento degli operatori, al fine di limitare i potenziali conflitti d'interesse non completamente risolti in termini normativi, o almeno di limitarne gli effetti più negativi. Tale necessità è particolarmente sentita nel nostro paese, dove è prevedibile che il sistema bancario rimanga a lungo ancorato al modello di consulenza non indipendente. Mai come in questo momento il ritardo istituzionale europeo, dovuto all'assenza di una autorità di vigilanza comunitaria sui mercati (la cosiddetta SEC europea), si fa sentire e sarebbe auspicabile che venisse colmato. Specialmente ora, che il maggior oppositore alla sua realizzazione, l'Inghilterra, sta per uscire dall'Unione.



2. MiFID II E TEORIA DELLA TRASPARENZA DEI MERCATI FINANZIARI

Paolo Sironi ♦

1. Una teoria della trasparenza dei mercati finanziari

L'azione regolamentare si è intensificata a seguito dalla Crisi Finanziaria Globale (CFG), conformemente alla necessità post-traumatica di ridurre il rischio sistemico finanziario. L'asimmetria informativa, che ha permeato i modelli di intermediazione con le famiglie e le imprese, ha contribuito ad aumentare la complessità dei mercati finanziari in una dinamica priva di limiti efficaci, a causa dell'implicita *moral suasion* culminata nel *too big to fail*. La MiFID II si inserisce pienamente in questo difficile quadro di riferimento e affronta il tema della tutela dell'investitore affermandone la centralità in ogni momento relazionale e decisionale. Pertanto, il cambiamento normativo non è un fatto di mera evoluzione regolamentare, ma riflette un processo più ampio di critica e rivisitazione della teoria finanziaria basata sulla presunta razionalità dell'investitore e la conseguente ipotesi di efficienza dei mercati.

Così commentò Allan Greenspan, Chairman della US Federal Reserve, durante un'udienza pubblica al Congresso Americano nel 2008 dopo il

fallimento della banca d'investimenti Lehman Brothers: *"I made a mistake in presuming that the self-interest of organizations, specifically banks, is such that they were best capable of protecting shareholders and equity in the firms ... I discovered a flaw in the model that I perceived is the critical functioning structure that defines how the world works."*

La reazione dell'industria finanziaria al duro risveglio del 2008 è stata duplice. Da un lato, la critica al modello teorico ha dato nuovo slancio accademico alla finanza comportamentale, cui si è chiesto di dare una risposta al problema del comportamento degli agenti qualificato come irrazionale. Tuttavia, la finanza comportamentale sembra aver affrontato solo una parte del tema centrale del problema che è essenzialmente biologico, concentrandosi sull'idea che l'apparente irrazionalità degli investitori possa essere ricondotta a comportamenti razionali una volta scoperti i difetti cognitivi degli stessi. Dall'altro, il legislatore ha dovuto affrontare il fallimento della capacità di autoregolazione del sistema e quindi ha richiesto di rafforzare i presidi di controllo. Questo nuovo slancio regolamentare è stato oggetto di forte dibattito perché se ne è visto il costo crescente in termini di maggiore *compliance* dei processi, ma non se ne è pienamente compreso l'ancoraggio profondo alla crisi del riferimento teorico tradizionale¹. I segnali di rottura si erano già palesati a partire dagli anni '90, con una ripetizione

♦IBM Watson Financial Services

Questo scritto contiene le riflessioni, la visione e il pensiero dell'autore e dell'autore soltanto. Essi non rappresentano la pratica né il punto di vista del suo datore di lavoro attuale o precedente, né le opinioni dei suoi colleghi presenti e passati.

¹ Nell'ambito della macroeconomia si è assistito alla contrapposizione tra i cosiddetti *"saltwater economists"* (associati alle istituzioni accademiche delle coste Est e Ovest: Harvard, Yale, MIT e Berkeley) e i *"freshwater economists"* (associati alla Chicago School of

Economics). I primi sono maggiormente critici rispetto all'ipotesi di aspettative razionali, confrontandosi con esempi di comportamento irrazionale degli agenti. Quindi, essi sono più attenti ai limiti dei mercati liberi e non vedono negativamente il ruolo della regolamentazione e della disciplina fiscale discrezionale. I secondi, invece, pongono tipicamente maggiore attenzione ai benefici dei mercati liberi e all'ipotesi di aspettative razionali; essi sono fondamentalmente monetaristi e più critici degli interventi governativi nell'economia. In realtà, la



di crisi sempre più sistemiche fino all'epilogo disastroso della bolla dei mutui *sub-prime*.

Si ritiene che solo l'approccio istituzionalista possa consentire di rifondare una teoria della dinamica dei mercati finanziari che ne agevoli un'organizzazione votata non tanto alla ricerca di una stabilità insostenibile, quanto a una maggiore anti-fragilità sistemica. In conseguenza, l'approccio istituzionalista deve saper legare il processo di trasformazione dei modelli di *business* dell'industria bancaria, cui è richiesto di remunerare gli azionisti attraverso la generazione di valore per la clientela in regime di piena trasparenza, alla biologia dell'investitore da cui si deriva quella dei mercati. Per mezzo di una comprensione olistica più profonda della biologia dei mercati, l'azione degli investitori non viene più ridotta alla contrapposizione dell'irrazionalità (*yin*) alla razionalità (*yang*). Gli operatori sono quindi posti di fronte a un bivio. Da un lato, essi possono ridursi in una difesa a oltranza del modello attuale di relazione centrato sulla razionalità e sulla dinamica spesso opaca dei prezzi. La piena trasparenza porterebbe a risolvere il tema della creazione di valore solo agendo sui volumi *low-cost* (*passive investing*), finendo per creare condizioni di maggiore instabilità endogena legata alla ricerca di razionalità in condizioni di incertezza di operatori più concentrati e quindi più complessi. Dall'altro, essi possono aprirsi a una visione che faccia emergere contenuti tali che si riporti al centro la relazione con la clientela, quale principale elemento di valore. Infatti, un mercato fatto di prezzi e *performance* trasparenti farà emergere l'incertezza fondamentale della stabilità del sistema, dietro ogni tentativo di arbitraggio. Solo una gestione dinamica della relazione da parte

dell'industria su uno spazio decisionale mediato dal tempo (elemento irreversibile nell'agire umano) permetterà di dare senso agli obiettivi di investimento e generare valore con gli investitori. Questa consapevolezza permette di superare la lettura formale del testo regolamentare, per contribuire alla definizione di una nuova Teoria della Trasparenza dei Mercati Finanziari (*Theory of Financial Market Transparency*, FMT).

Per qualificare la portata della teoria della trasparenza bisogna quindi portare in evidenza sia gli aspetti legati all'ontologia dell'incertezza fondamentale che l'evoluzione epistemologica sottesa alla MiFID II. Questi elementi fondanti emergono all'attenzione degli agenti proprio grazie agli effetti della trasparenza regolamentare, che cerca di risolvere il problema dell'asimmetria informativa tramite il ribaltamento del rapporto di forza mercato - investitore. L'etica professionale che scaturisce da questo approccio istituzionale alla trasparenza muove dalla consapevolezza che non sia possibile raggiungere l'efficienza di mercato in maniera deontologica quale funzione dell'azione razionale delle controparti. Infatti, la razionalità non può essere né sufficiente né efficace di fronte ai problemi di gestione dell'incertezza fondamentale, perché essa è coerente soltanto con uno spazio degli eventi di tipo "chiuso" (deterministico) mentre il futuro è "aperto" (agnostico) perché fatto di scenari potenzialmente infiniti. La pretesa razionalità è il meccanismo di cui l'essere umano si è attrezzato evolutivamente per affrontare il futuro tramite approcci meccanicistici non risolvendo il problema della sopravvivenza, ma tentando erroneamente di ridurre l'incertezza fondamentale a una forma chiusa illusoria e rassicurante. Nasce quindi la

dicotomia *saltwater-freshwater* non è più strettamente attuale e le scuole di pensiero si sono ampiamente influenzate, soprattutto in conseguenza della Crisi

Finanziaria Globale che ha mostrato il fallimento sia del libero mercato che dell'approccio monetarista.



necessità per l'investitore di integrare il concetto di tempo irreversibile, caratterizzante la storia umana, al fine di “mediare” la dinamica dei mercati rispetto agli obiettivi personali e finanziari quale unico ancoraggio concreto per affrontare sopravvivenza, qualità della vita e ambizioni per lo stesso² (vedi FIG. 1).

FIG. 1 – Piramide dei bisogni



Questa visione biologica dei mercati, in quanto collegata alla natura degli agenti, permette di stemperare i vincoli epistemologici della teoria neoclassica e della finanza comportamentale.

Ne discende un cambiamento teorico nel quale:

- l'homo sapiens riprende il posto centrale usurpatogli dall'homo economicus;
- la razionalità non è sufficiente per confrontarsi con la realtà;

- il determinismo atemporale lascia il posto al tempo irreversibile;
- l'ipotesi autoreferenziale di efficienza non regge in presenza di incertezza fondamentale;
- l'anti-fragilità diventa obiettivo coerente anziché la stabilità *tout court*;
- la simulazione agnostica dei rendimenti permette di allentare l'ancora del *drift* e del *risk premium* riducendo l'asimmetria informativa;
- l'ottimizzazione di portafoglio lascia spazio all'euristica (*what-if*);
- il Goal Based Investing (GBI), per l'investitore e per l'ecosistema, diventa momento centrale perché la frontiera efficiente non integra la sopravvivenza.

Questi elementi che caratterizzano il passaggio alla teoria finanziaria della trasparenza basata su un sistema aperto, quale superamento della teoria neoclassica e comportamentale, sono riassunti nella FIG. 2.

² Sopravvivenza, qualità della vita e ambizioni corrispondono agli elementi fondamentali della gerarchia dei bisogni umani di Abraham Maslow

descritti in “A Theory of Human Motivation” e pubblicata su Psychological Review (1943).



FIG. 2 – Assunti caratterizzanti la FMT

TEORIA NEOCLASSICA E COMPORTAMENTALE	SISTEMA CHIUSO		SISTEMA APERTO		TEORIA DELLA TRASPARENZA E ISTITUZIONALISTA
	Homo economicus	>	Homo sapiens		
	Razionalità	>	Realtà		
	Determinismo atemporale	>	Tempo irreversibile		
	Efficienza autoreferenziale	>	Incertezza fondamentale		
	Stabilità	>	Anti-fragilità		
	Drift / Risk premium	>	Simulation stocastica agnostica		
	Ottimizzazione di portafoglio	>	Euristica (what-if)		
	Frontiera efficiente	>	Goal Based Investing		
	Finanza comportamentale	>	Consapevolezza comportamentale olistica		

Affinché l'anti-fragilità diventi obiettivo coerente sia a livello individuale che di sistema, è necessario che il sistema di relazione alla base delle decisioni di investimento consenta di generare valore nei termini di un'accresciuta consapevolezza comportamentale olistica degli agenti. Essa si verifica in funzione di quattro capisaldi teorici e operativi che sostanziano il valore *on-going* della relazione:

- *beta* = euristiche di base su centinaia di *market factors* su cui tentare di costruire arbitraggi locali transitori che altro non sono che le aspettative degli agenti;
- *alpha* = tentativo temporalmente locale di arbitraggio rispetto all'orizzonte temporale di ogni obiettivo dell'investitore;
- *gamma* = comprensione dell'interdipendenza tra le priorità diverse degli obiettivi;

- *omega* = comprensione del rapporto costi e benefici.

In funzione logica, possiamo pertanto dire che tali grandezze esercitano un'influenza sulla consapevolezza comportamentale olistica degli agenti secondo la relazione:

$$\text{consapevolezza comportamentale olistica} = f(\text{beta}, \text{alpha}, \text{gamma}, \text{omega})$$

2. Anti-fragilità in presenza di incertezza fondamentale e consapevolezza comportamentale olistica

La teoria della finanza è largamente basata sul concetto di efficienza dei mercati (spontanea o indotta), di arbitraggio dei prezzi, di razionalità degli investitori e quindi di dispersione omogenea e indipendente dei prezzi nel futuro a ogni intervallo temporale. Queste ipotesi sono restrittive perché non si riconciliano con la realtà dei mercati e con la natura degli investitori del mondo reale, come evidenziato dalla CFG nel 2008. Così come



per capire i numeri reali non sono sufficienti i numeri razionali, allo stesso modo per comprendere i mercati finanziari bisogna considerare il comportamento dell'*homo sapiens* in condizioni di incertezza, quale vero agente coinvolto nel processo reale di intermediazione e negoziazione. L'ipotesi di razionalità dell'*homo economicus* genera infatti un sistema chiuso che diventa ampiamente autoreferenziale sui mercati finanziari³, laddove la realtà si configura invece come con un sistema aperto dinamico e mutevole, sottoposto all'interazione, non sempre razionale in senso stretto, degli agenti economici. L'instabilità crescente dei mercati finanziari si genera proprio dal fraintendimento tra biologia finanziaria dell'*homo sapiens* reale, che deve affrontare l'incertezza rispetto a un futuro aperto, e le aspettative di comportamento razionale dell'*homo economicus* nella teoria di riferimento. L'ipotesi delle aspettative razionali sarebbe valida solo in condizioni di rischio circoscritto, ovvero di un sistema chiuso privo di incertezza fondamentale. Pertanto, è necessario ridefinire i principi fondanti per fare spazio a una teoria nuova della trasparenza dei mercati finanziari, in cui l'instabilità endogena sia potenziale norma e non eccezione esogena. In considerazione del fatto che lo spazio degli scenari futuri è aperto, ovvero che la quantità di informazioni disponibili all'*homo sapiens* è potenzialmente infinita in presenza di incertezza sul futuro, la fenomenologia del mercato sembra passare solo apparentemente da fasi stabili (giudicate normali) a fasi instabili (giudicate eccezioni o correzioni). In realtà l'instabilità è sempre presente perché l'incertezza non può essere eliminata a priori.

Se il mercato reale non è veramente chiuso e quindi non efficientabile matematicamente, se l'investitore reale non è solo razionale, se poco possono le *nudge* comportamentali nei confronti dell'incertezza, ne discende la sostanziale incompletezza della stessa frontiera efficiente basata su ottimizzazioni autoreferenziali sui prezzi ancorché modulate via funzioni di utilità modificate. Al fine di riconciliare l'incertezza fondamentale con le opinioni professionali soggettive si richiede quindi una geometria che consenta un'apertura cognitiva basata sulle *best practice* di *risk management* (simulazioni stocastiche di tipo agnostico⁴), con cui costruire un sistema biologico di *decision-making* finanziario più anti-fragile perché basato su un'euristica legata alla verifica delle opinioni professionali soggettive (analisi *what-if* di tipo aperto). Lo scostamento dalla frontiera efficiente non esclude di poter cercare la causa temporanea o locale dei movimenti di mercato e il rispetto dei vincoli. Tuttavia, l'approccio deve essere compatibile con un sistema aperto all'instabilità. L'apertura dell'investitore all'incertezza consente quindi una riduzione dell'entropia solo grazie alla relazione, sia essa umana e/o digitalizzata. Questa iterazione modificata tra offerta e domanda assume una funzione anti-fragile perché trasferisce consapevolezza comportamentale olistica agli investitori finali. La diversità nelle priorità e la diversificazione di portafoglio, necessari alla guida di ogni investitore individuale nel viaggio della gestione per obiettivi, servono infatti a dare senso alle traiettorie decisionali complessive. L'approccio parte dall'analisi delle diversità delle passività e degli obiettivi soggettivi (*wealth*

³ È celebre la metafora sui "*ketchup economics*" usata da Lawrence Henry Summers per descrivere il pensiero degli accademici sulla finanza che "*have shown that two-quart bottles of ketchup invariably sell for exactly twice as much as one-quart bottles of ketchup*". Poiché una bottiglia da due quarti costa il doppio di una bottiglia

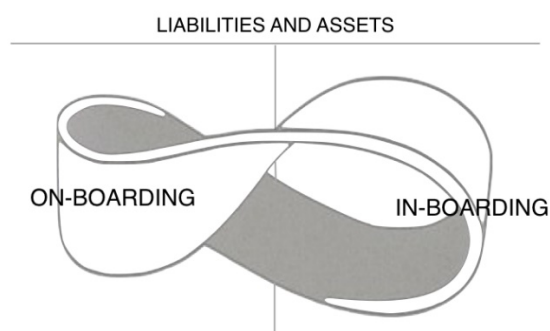
da un quarto, i teorici della finanza ne desumerebbero che il prezzo del *ketchup* è corretto e il mercato perfettamente efficiente. (The Journal of Finance, Vol. 40, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, 1985)

⁴ Si vedano ad esempio i requisiti di Solvency II.



allocation framework) per derivare in modo circolare un posizionamento personalizzato e quindi diversificato sugli attivi (*investment solution*), come in FIG. 3. Questa diversità sugli attivi e sul passivo, che però ha integrato l'incertezza agnostica basata sulla simulazione probabilistica dei rendimenti futuri⁵, permette di ridurre le tendenze di *herding* di mercato per renderlo più anti-fragile.

FIG. 3 – Circolarità tra on-boarding e in-boarding



In presenza di incertezza e quindi di potenziale instabilità endogena, il fine della regolamentazione sulla stabilità del mercato si traduce in una concreta anti-fragilità. Se la stabilità non è la norma endogena perché il mercato si riduce in trasparenza ai suoi agenti, il sistema non può essere salvato procrastinando l'opzione del *put* regolamentare, confidando in un ritorno all'equilibrio. Infatti, l'esercizio tardivo della *put option* istituzionale in occasione della crisi finanziaria globale (*bail-out* e *quantitative easing*) ne ha determinato un aumento del costo. L'ecosistema è stato forzato a prendere coscienza del problema di salvaguardia del sistema nella sua interezza attraverso una reazione

regolamentare volta alla ricerca di una sostenibilità aggregata capace di resilienza rispetto alla potenziale debolezza dei singoli agenti (*bail-in* e *capital buffers* per ridurre la complessità sistemica). Per usare una parafrasi, si tratta di costruire una *compliance* a tutela degli interessi degli investitori sapendo per certo che il terreno, composto dagli agenti, sia sismico: non si possono eliminare i terremoti, ma soltanto minimizzarne i danni. Da questa presa di coscienza, ne deriva l'anti-fragilità come obiettivo sistemico. In questo processo, la trasparenza, per non dire l'ipertrasparenza, è la leva principale in mano al regolatore per monitorare la mutualizzazione dei costi del *put* sistemico all'interno del mercato stesso, essendo tali costi diventati insostenibili per i contribuenti. La trasparenza, sul mercato e quindi sugli agenti, genera una nuova etica (*fiduciary standards*) di tipo consequenzialista discostandosi dell'etica deontologica, quindi dogmatica, associata al precedente sistema teorico chiuso. Trasparenza e nuova etica inducono una trasformazione dei meccanismi di economicità dell'intermediazione. Questa trasformazione pone quindi un problema teorico: gli operatori hanno bisogno di una nuova soluzione accademica "di mercato trasparente" cui poter ancorare i loro comportamenti e le loro competenze. Il superamento della teoria neoclassica e dell'integrazione "comportamentale" avviene quindi attraverso un approccio metodologico che parte dalla biologia del rischio, e quindi del mercato e dell'investitore, che recupera la simulazione stocastica agnostica quale geometria di analisi della dispersione dei rendimenti sul tempo irreversibile e che istituzionalizza l'euristica propria della gestione olistica per obiettivi sui *mental accounts* interdipendenti. L'industria deve

⁵ Paolo Sironi, "Modern Portfolio Management: from Markowitz to Probabilistic Scenario Optimization" (2015).



e potrà dare nuovo valore alla propria stima delle previsioni finanziarie, in regime di piena trasparenza e eticità consequenziale nel tempo, all'interno di questa geometria tutelante per gli investitori.

3. L'asimmetria informativa e la trasformazione del modello di relazione

L'azione regolamentare è quindi volta a incidere in modo significativo sull'asimmetria informativa tra istituzioni finanziarie e famiglie, che caratterizza il modello di business autoreferenziale di un'offerta bancaria spesso *price maker*, rispetto alla tradizionale debolezza cognitiva e comportamentale della domanda non professionale, la quale è tipicamente *price taker* ed è caratterizzata da bassa educazione finanziaria. Il rapporto asimmetrico tra conoscenza ed esperienza dell'investitore rispetto alla proposizione dell'intermediario professionale ha avuto come punto operativo di snodo la creazione di canali distributivi remunerati sulla base delle transazioni attraverso la vendita di prodotti finanziari e assicurativi, ovvero la concessione di mutui e fidi. Il potenziale conflitto di interesse appare sostanzialmente intrinseco al tradizionale modello di intermediazione, comportando distorsioni operative in assenza di adeguati presidi di *compliance* sia *ex-ante* che *ex-post*. Questi controlli sono diventati estremamente onerosi incidendo sul rapporto di *cost / income* delle istituzioni finanziarie, già indebolito dal contesto macroeconomico. L'opera riequilibrante della normativa tende quindi a confliggere con strutture operative consolidate storicamente da una stratificazione, di cui si sono perse in alcuni casi la causalità e le interdipendenze. Inoltre, la mancanza di consapevolezza comportamentale olistica dei clienti finali rende la trasparenza stessa uno

strumento in alcuni casi distorsivo, perché essi non sempre sanno identificare con chiarezza quale sia il vero valore aggiunto della relazione. Questa difficoltà per l'industria a poter definire dei modelli di remunerazione trasparente e sostenibile ha storicamente condotto il sistema ad auto-organizzarsi per remunerare l'intermediazione sul cliente agendo in maniera autoreferenziale sulla stima dei fattori di rischio o sul prezzo dei prodotti e delle transazioni. I prezzi di mercato e le *performance* realizzate sono stati quindi impattati in modo difficilmente eliminabile dalla struttura opaca dei costi dell'ecosistema, disancorandosi dalla dinamica di efficienza promessa dalla teoria neoclassica. È emerso quindi un bisogno di maggiore trasparenza⁶ e, in successione, una nuova comprensione "trasparente" della dinamica dei prezzi al fine di superarne l'autoreferenzialità e tracciare una causalità sugli agenti, cui associare una responsabilità.

L'azione regolamentare esce quindi da un ambito più tradizionalmente amministrativo per entrare nella *governance* del settore, orientando verso un cambiamento del modello di redditività delle aziende finanziarie. Queste stanno perdendo terreno sulle transazioni (centralità degli strumenti includenti l'opacità su prezzi e *performance*) e stanno cercando di conquistarlo sui servizi (centralità dei bisogni della clientela rispetto ai prezzi di mercato). Ovvero, il modello di *business* si trasforma da canale distributivo di prodotti a canale di contenuti e servizi di relazione con le famiglie e le piccole e medie imprese. Non sono certamente estranei a questa trasformazione gli effetti della politica monetaria fortemente espansiva e della nuova regolamentazione bancaria altamente prudenziale, che stanno inducendo una contrazione progressiva del margine di interesse sulle attività creditizie, in particolare dopo il

⁶ Per esempio, il superamento del segreto bancario *off-shore* e la richiesta di negoziazione e compensazione

dei derivati OTC standardizzati presso istituzioni regolamentate.



pricing del rischio in termini di costo del capitale. Tuttavia, questa maggiore importanza della relazione consulenziale “remunerata” viene accompagnata da un’erosione dei margini di intermediazione. Questo accade per effetto della regolamentazione stessa che si traduce in crescente competizione fondata sul *low-cost* (es. *vanguardization* e *passive investing*) e del Fintech. Quest’ultima in effetti permette di accelerare la competizione promuovendo applicazioni più votate alla produttività sul lato dei costi che alla creazione di ricavi capaci di giustificare maggiori margini. Chiaramente, il passaggio da criteri di remunerazione fondati sul sistema dei prezzi a un reale e percepito valore dei servizi resi al cliente (ricerca e consulenza) permette alla dinamica dei prezzi sui mercati finanziari di affrancarsi, a beneficio di una migliore comprensione per l’investitore finale e i contribuenti. Di fatto possiamo dire che la trasparenza, associata a una nuova etica, tenta di ridurre la complessità del sistema. Una volta che i prezzi sono resi trasparenti per effetto della regolamentazione e che il valore del servizio viene riconosciuto dal cliente, si potrebbe essere tentati di ritornare alla speranza di efficienza dei prezzi, quindi di un sistema chiuso razionale e atemporale convergente verso un equilibrio per mezzo della tecnologia che cerca di mettere in scala la trasparenza abbassando il costo delle transazioni. Tuttavia, la corsa ai volumi sostenuta da un processo di digitalizzazione efficiente al ribasso è potenzialmente prodromica a una maggior instabilità sistemica dovuta alla concentrazione, sebbene il controllo da parte del regolatore sarebbe potenzialmente massimo e con esso la speranza di stabilità. Pertanto, la corsa ai volumi non è una strada pienamente sostenibile dal

punto di vista sistemico e non deve essere la sola strada percorribile, pena il ritorno al punto di partenza con ulteriore aggravio sui contribuenti.

4. Creare valore per l’investitore con l’euristica nella relazione quale sistema aperto

La ricerca di un ancoraggio fondamentale alla creazione di valore per il cliente (ovvero la gestione della relazione tra incertezza e *homo sapiens*) deve appoggiarsi su un sistema di riferimento aperto volto all’interazione dinamica, ma trasparente in termini di relazione, tra intermediari e clientela. Questo permette di superare i limiti dei sistemi chiusi di tipo neoclassico, basati sulle eleganti formulazioni della Modern Portfolio Theory (MPT) e del Capital Asset Pricing Model (CAPM). Infatti, la tradizionale chiusura sistemica nella gestione dei prezzi attraverso l’ipotesi di efficienza non trova più riscontro fondamentale. La frontiera efficiente non genera *alpha* autonomamente, mentre l’*asset allocation* tattica non supera sistematicamente il *test del benchmarking* al netto dei costi⁷. Solo il passaggio a una geometria concettualmente aperta di tipo istituzionalista (basata sui principi regolamentari di trasparenza ed etica consequenzialista) fornisce l’occasione per superare i limiti dell’approccio razionalista centrato sull’*homo economicus* e sull’ipotesi di efficienza dei mercati⁸. Essa permette anche di superare i limiti dell’approccio derivante dalla finanza comportamentale, che cerca sempre di ricondurre l’investitore all’*homo economicus* in un sistema chiuso tramite le *nudge* e le funzioni di utilità modificate⁹. A seguito della Crisi Finanziaria Globale, le banche centrali e le autorità di vigilanza prudenziale hanno dovuto

⁷ Leslie P. Norton, Barrons 18th May 2018, <https://www.barrons.com/articles/jack-bogles-battle-1526674385>

⁸ Eugene F. Fama, “The Behavior of Stock-Market Prices”, The Journal of Business, Vol. 38, No. 1. (1965).

⁹ Richard H. Thaler e Cass R. Sunstein, “Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness” (2009).



“correggere” il sistema attraverso processi locali di *bail-in* e *bail-out* sotto l’azione di una politica monetaria fortemente espansiva che ha dovuto distorcere i prezzi a salvaguardia del sistema stesso¹⁰. Le *performance* storiche hanno quindi ampiamente perso una valenza predittiva e decisionale. Di converso, la *suitability* regolamentare della MiFID II ha dovuto sdoganarsi dalla centralità dei prezzi e affrontare la centralità degli investitori, attraverso l’ancoraggio trasparente e adeguato sui costi, in quanto i prezzi non sono necessariamente autonomi elementi di efficienza.

Mentre la tecnologia digitale sta mettendo in scala la semplificazione dei modelli di *business* dell’intermediazione finanziaria remunerati sui volumi delle soluzioni di investimento, le regole di trasparenza regolamentare invitano ad abbandonare i meccanismi di generazione dei profitti basati sull’opacità dei prezzi e delle *performance*. Per questo motivo, l’unico modo per generare valore sulla relazione è l’istituzionalizzazione degli strumenti di analisi olistica per obiettivi basata sui *mental accounts* interdipendenti¹¹. In ottica di apertura all’instabilità, la regolamentazione può disorientare l’investitore e lo stesso consulente finanziario in mancanza di una strumentazione adeguata, sia teorica che operativa. Aprendo alla gestione per obiettivi, la regolamentazione permette di formalizzare il processo di intermediazione finanziaria prendendo come riferimento un percorso circolare aperto, basato sull’euristica delle decisioni di investimento e sulle *best practice* di *risk management*. Attraverso la trasparenza e la responsabilizzazione, la

regolamentazione definisce un *common playing field* sistemico capace di superare l’intermediazione fondata sulla dinamica autoreferenziale dei prezzi per ancorarla al valore per i clienti, tramite la relazione umana tecnologicamente supportata. Solo in questo senso, l’apertura analogica umana della relazione permette di dare valore al supporto digitale che lega intermediario e investitore.

In logica di trasparenza, ne consegue un quadro d’insieme che deve necessariamente essere capace di seguire la trasformazione della *value proposition* dell’industria da transazioni di vendita sui prodotti a servizi di consulenza. Le prime oramai possono essere eseguite dal cliente stesso senza aver bisogno del venditore e hanno perduto capacità reddituale, confermando che la digitalizzazione *tout court* dei canali distributivi associata alla trasparenza accelera l’annullamento di valore. Al contrario, in logica di servizio il valore sta nella creazione circolare per l’investitore della soluzione di investimento (*in-boarding*) affiancata e preceduta dalla gestione degli obiettivi (*on-boarding*, ovvero *wealth allocation framework*). Il cosiddetto *gamma* è un processo umano analogico di ascolto e di preparazione, supportato tecnologicamente, e il cui obiettivo è dare un senso olistico a tutte le azioni e decisioni che un investitore potenzialmente instabile si appresterà a effettuare nel tempo irreversibile. Questo riposizionamento della strategia e della comunicazione dalla centralità della soluzione di investimento alla relazione, guidata dal *wealth allocation framework*¹², è il primo passo per la generazione di valore tramite un servizio trasparente. Non è un caso che le piattaforme tecnologiche abbiano trovato la chiave di svolta per

¹⁰ È divenuta celebre la frase pronunciata dal Presidente della BCE Mario Draghi all’apice della crisi dei debiti sovrani dell’aerea Euro, per sintetizzare l’intenzione interventista della banca centrale: “*Whatever it takes*” (2012).

¹¹ Maurizio Ravezzi e Paolo Sironi, “MiFID II: Value Generation for Investors” (2017).

¹² Ashvin B. Chhabra, “The Aspirational Investor” (2015).



diventare stabilmente redditizie principalmente nella promozione finanziaria, monetizzando il servizio umano del consulente e trasformando l'*origination* digitale della clientela in un onboarding analogico capace di trasferire maggiore valore all'investitore. Il riequilibrio della *value proposition* dalla soluzione di investimento alla fase di gestione degli obiettivi si arricchisce della ricerca di soluzioni olistiche personalizzate, basate sulle aspettative individuali che devono poter integrare altresì l'adesione a vincoli di ecosistema (ESG e SRI). Questi provengono dalla definizione di obiettivi di sistema (UN Sustainable Development Goals) secondo una logica simmetrica al GBI individuale (sopravvivenza, qualità della vita e ambizioni).

La FMT è dunque industrializzabile nei termini di un servizio relazionale di alto valore per il cliente in piena trasparenza regolamentare. La rivisitazione conseguente dei modelli di *business* attuali in chiave evolutiva permette all'industria di posizionarsi su basi scalabili con il supporto della tecnologia digitale e dell'intelligenza artificiale, necessaria per far fronte in maniera sostenibile alla sfida nell'innovazione. Questo evita la tendenza in atto nel mondo Fintech alla sola innovazione dirompente (che non personalizza veramente, ma rischia di omologare ulteriormente e ancora più velocemente verso il valore nullo dei "sistemi chiusi"). La strada dell'innovazione sostenibile attraverso l'apertura del "sistema" di relazione permette di creare valore sia per il cliente che per l'intermediario - e dunque per il sistema finanziario.

5. Il tempo irreversibile e la simulazione stocastica dei rendimenti futuri

Il passaggio organizzativo e metodologico dalla frontiera efficiente all'euristica sugli scenari stocastici in funzione degli obiettivi di investimento richiede di sostituire le stime soggettive di *risk-premium* con le ipotesi di dispersione agnostica dei rendimenti fino all'orizzonte temporale, permettendo di superare i limiti epistemologici sottesi alle ipotesi di linearità reversibile e stabile dei rischi e dei rendimenti propri della MPT¹³. Ciò consente di integrare l'interpretazione soggettiva del mercato con l'analisi agnostica, che è coerente con l'equazione dinamica del sistema aperto, e dare capacità all'offerta di generare valore (vedi esempio in FIG. 4).

Questo processo di generazione di valore parte dal tentativo di comprendere le aspettative degli agenti sulle centinaia di *risk factors* in relazione a diversi orizzonti temporali (*beta*) e cerca di arbitrarle rispetto agli orizzonti temporali degli obiettivi dell'investitore (*alpha*). La teoria si apre all'instabilità come "norma" e all'euristica (anche regolamentare) come "*reverse action*" che ricuce in modo efficace l'interesse spesso contrastante tra tutti gli agenti. La nuova offerta di servizi diventa analisi professionale di scenari con chiaro inserimento di visioni soggettive su un sistema aperto, senza diventare autoreferenziale nella costruzione del portafoglio e mantenendo il proprio valore di originalità.

Volendo prendere spunto dal dibattito attuale sulla cosmologia legata alla gravità quantistica, potremmo affermare che l'incertezza è causa prima non eliminabile (ma soprattutto non compresa). Il confronto cognitivo con l'incertezza genera quindi calore, da cui emerge il concetto di tempo

¹³ Sanjiv Das, Harry Markowitz, Jonathan Scheid, Meir Statman, "Portfolios for Investors Who Want to Reach Their Goals While Staying on the Mean-Variance

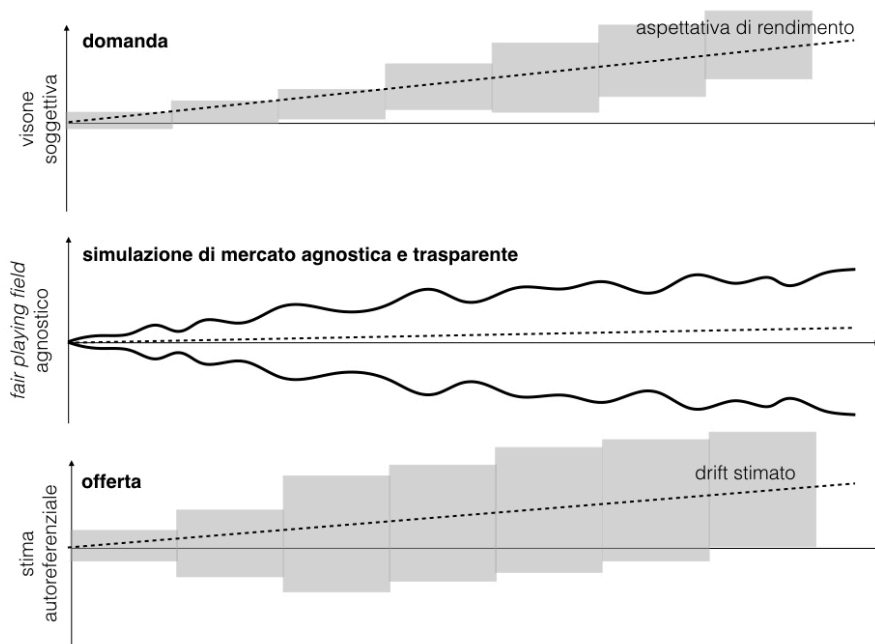
Efficient Frontier", The Journal of Wealth Management (2011).



irreversibile per l'investitore *homo sapiens* in coerenza al secondo principio della termodinamica. La separazione dell'oggetto "obiettivo" consente al soggetto investitore di prendere coscienza olistica

del valore fondamentale della relazione (*gamma*). La geometria non commutativa ci consente di trattare la variabile tempo come unica variabile causale epistemologica del sistema.

FIG. 4 – Esempio di confronto tra visione della domanda, dell'offerta e agnostica del mercato



L'irreversibilità del tempo rimane l'unico ancoraggio umano per tentare di capire la verità (dei costi e dei benefici per l'investitore e per il sistema) attraverso una misura onnicomprensiva dell'impatto dei costi e dei benefici sugli scenari di tipo probabilistico e/o entropico. Questo processo di generazione del valore sui costi attraverso i benefici può essere identificato come *omega*. Il tempo infatti è l'elemento che permette di differenziare le soluzioni di investimento in funzione degli obiettivi e delle aspettative, ed è un elemento assente nella MPT. Per questo è importante fare evolvere le metriche di analisi dei rischi e dei rendimenti, uscendo da un mondo parametrico di tipo *time-invariant* e aprendosi alla simulazione stocastica nel tempo. Ma il tempo è un attributo biologico che non esiste ontologicamente,

come dimostrato dalla gravità quantistica, essendo espressione dell'epistemologia propria dell'*homo sapiens*. Il tornare costantemente all'incertezza tramite l'euristica permette quindi al tempo irreversibile di compiere un percorso circolare, mantenendo aperto il sistema ed evitando di ricadere in un approccio chiuso basato sulle aspettative razionali. Queste, infatti, generano instabilità sistemica e scarso valore cognitivo, nonché incapacità di attrezzare il cliente nell'affrontare l'instabilità propria dello spazio rischio / rendimento.

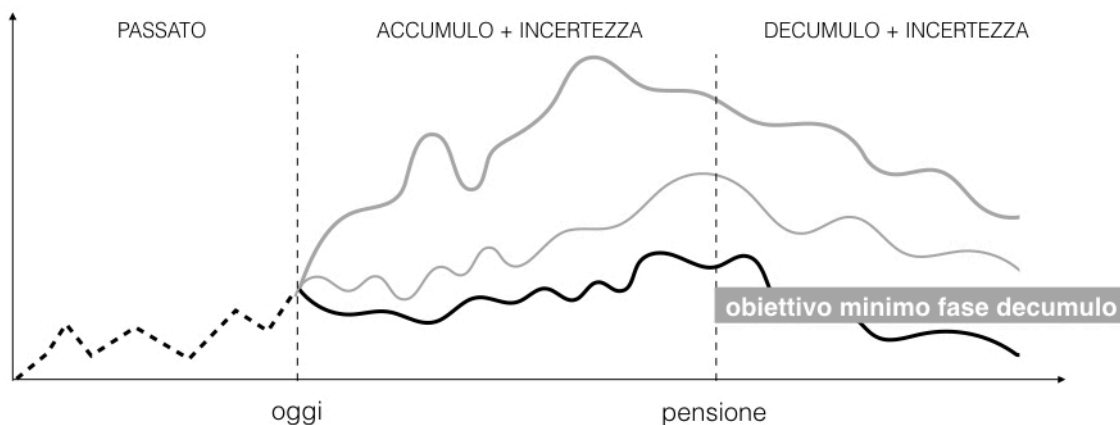
Il sistema finanziario si trova di fronte alla sfida di ridurre la complessità ad esso associata, di porre al centro il valore per gli agenti e correggere l'asimmetria informativa verso i meno consapevoli. Potremmo dire altrettanto dell'*homo*



sapiens in una logica biologica, dove la vita odierna è associata a un aumento di complessità e di crisi che possono essere gestite solo attraverso l'apertura epistemologica del sistema. Il quadro aperto della dispersione dei rendimenti è quindi attrezzato dalla simulazione nel tempo degli effetti delle decisioni euristiche provenienti da raccomandazioni trasparenti. Questa non deve essere fondata su una causa prima ontologicamente conosciuta, come avviene nella stima tutta autoreferenziale dell'*expected return* (frutto in

parte della costosa esternalità derivante dal *put* sistemico). Al contrario, essa si deve fondare su una causa prima sconosciuta e agnostica, in relazione alla complessità sistemica e potenzialmente instabile, che consenta alle convinzioni professionali dell'industria (doverose stime proprie di ogni intermediario) di confrontarsi attraverso l'ontologia agnostica del sistema stocastico (Monte Carlo) fondato sull'incertezza a supporto del GBI (vedi esempio FIG. 5).

FIG. 5 – Simulazione nel tempo stilizzata del patrimonio



La riduzione delle asimmetrie informative e del conflitto di interessi tutelano così gli investitori finali, generando valore che possa essere convenientemente remunerato. La comprensione temporanea dell'effetto rete tra le varie cause locali può generare valore, ma solo una buona diversificazione permetterà di confrontarsi veramente con l'incertezza fondamentale. Paradossalmente, solo questo approccio aperto può permettere la ricerca di stabilità dinamica ovvero di anti-fragilità. Ancora non sappiamo se questo risultato sia un *second best* o un ottimo, perché essendo il sistema aperto non lo si può ottimizzare a causa dell'incertezza fondamentale. Ciò che

possiamo e dobbiamo "migliorare" è sicuramente il processo di comprensione decisionale per aumentare l'educazione finanziaria, la consapevolezza sulla relazione non lineare rischio / rendimento e i comportamenti di investimento degli agenti affinché ogni decisione sia certamente più consapevole.

6. Conclusioni

L'architettura logica della FMT è sintetizzabile nel seguente decalogo:

1. L'*homo* è *sapiens*, non è *economicus*.
2. La biologia umana è elemento fondante nella teoria della finanza perché



- l'investitore, come l'*homo sapiens*, deve affrontare l'incertezza fondamentale.
3. **Il tempo irreversibile**, che è proprio della biologia umana, entra nella realtà dei mercati finanziari.
 4. La centralità dell'uomo implica la trasparenza periferica dei prezzi, che sono il riflesso delle aspettative umane in un processo di interazione sul tempo irreversibile.
 5. Le ambizioni, la qualità della vita e i timori legati alla sopravvivenza dell'*homo sapiens* possono essere filtrati dalla gestione olistica temporale delle diverse priorità sugli obiettivi interdipendenti, consentendo di ancorarli in modo più rassicurante. Allo stesso modo e simmetricamente è necessario lavorare su obiettivi di sostenibilità del sistema stesso.
 6. La dispersione temporale agnostica degli scenari probabilistici sostituisce la frontiera efficiente nel processo decisionale, consentendo alle stime soggettive dell'offerta di confrontarsi e di far emergere l'analisi "trasparente" dei costi e benefici per l'investitore sugli scenari.
 7. Il processo decisionale si basa sull'euristica (*what-if*) che corrisponde alla biologia umana adattativa.
 8. L'euristica fonda una relazione "trasparente" sugli obiettivi interdipendenti, generando in maniera endogena valore in relazione alla gestione delle priorità degli obiettivi dell'investitore e di sostenibilità dell'ecosistema.
 9. La trasparenza regolamentare e il tempo irreversibile generano un'etica consequenzialista che riduce il *put*

sistemico il quale viene mutualizzato e non più esternalizzato.

10. L'**anti-fragilità** è dunque funzione della **consapevolezza comportamentale olistica**, individuale e sistemica, generata attraverso un trasparente processo decisionale euristico sul tempo irreversibile. Solo la consapevolezza comportamentale permette di coniugare le ambizioni e la ricerca di qualità della vita con la "primordiale" necessità di sopravvivenza dell'investitore e del mercato.

In primo luogo, l'**homo economicus** è un'astrazione che non si riconcilia con il mondo reale (per tornare a Greenspan) ma esiste solo l'**homo sapiens**. Tale presa di coscienza ha ridato slancio alla finanza comportamentale nel tentativo di riconciliare reale e ideale, nell'ipotesi che l'irrazionalità si verifichi transitoriamente e che la razionalità possa essere recuperata pienamente con opportune azioni correttive. Tuttavia, l'*homo sapiens* mescola desideri di razionalità con comportamenti fondati sulle emozioni, in qualità di elemento protettivo, perché deve affrontare l'incertezza fondamentale del futuro. Questa apertura empatica non è debolezza o errore ma è a fondamento della sopravvivenza nel tempo irreversibile dell'*homo sapiens*.

In secondo luogo, la consapevolezza che la razionalità non sia sufficiente porta alla necessità di integrare nella teoria economica e finanziaria la natura biologica degli agenti, riflessa nel concetto di capacità adattativa dell'investitore all'incertezza. Porre la **biologia umana** al centro della teoria finanziaria vuol dire aprire il modello di riferimento che descrive l'interazione tra le controparti a un elemento adattativo quasi



Darwiniano nel confronto con il tempo irreversibile.

In terzo luogo, sebbene il tempo non esista ontologicamente¹⁴, esso è il primo criterio biologico ed epistemologico di interpretazione umano del reale, sia per il passato che per il futuro e quindi delle proprie aspettative. Il processo neuro-biologico del trattamento delle informazioni in presenza di incertezza fondamentale e la trasformazione neurale della memoria in scenari probabilistici sul tempo irreversibile è il cuore della FMT. Il **tempo dell'homo sapiens è quindi irreversibile**, perché non può tornare all'origine ma impone di affrontare un futuro dominato a vario grado dall'incertezza anche a livello finanziario. Il tempo irreversibile impone l'apertura del sistema chiuso di conoscenze al fine di affrontare l'incertezza fondamentale.

In quarto luogo, la **centralità dell'uomo** implica a sua volta la sostanziale **trasparenza periferica dei prezzi**, che altro non sono se non il riflesso delle aspettative umane (finanziarie e extra-finanziarie) in un processo di interazione tra gli agenti economici nel tempo. Le stime professionali dei rendimenti attesi (*drift*) sono il tentativo soggettivo di semplificare (chiudere) il sistema per escludere l'incertezza fondamentale. Per questo, il *drift* è un elemento autoreferenziale volto a oggettivare il futuro con un illusorio atto di ottimismo nelle capacità predittive dell'uomo. Questa illusione teorica è diventata errore sistemico con la Crisi Finanziaria Globale.

In quinto luogo, la fisica autoreferenziale e meccanicistica dei prezzi che sostiene la teoria neoclassica richiede di essere integrata con una teoria dei mercati finanziari che sia biologica e quindi entropica, così come la fisica meccanica è stata integrata dalla fisica quantistica e dalla gravità Einsteiniana. La dispersione temporale dei prezzi è generata dal trattamento della complessità dell'informazione, non solo finanziaria. Il modello relazionale di riferimento potrà filtrare e correggere il trattamento dell'informazione che raggiunge l'investitore ma si dovrà sempre confrontare con l'incertezza fondamentale, non potendosi svincolare dal cigno nero (Black Swan¹⁵). L'entropia informativa del mercato può essere quindi abbassata attraverso la trasparenza nella gestione olistica degli obiettivi personali degli agenti (*gamma* attraverso il **Goal Based Investing**) e dell'ecosistema (UN Sustainable Development Goals). Il valore generato dal cosiddetto *gamma* è principalmente collegato alla chiarezza degli obiettivi la cui adesione da parte degli agenti genera anti-fragilità, anche se essi sono collegati in rete in maniera complessa. Paradossalmente, non è la dimensione degli agenti che migliora il controllo da parte dei regolatori, bensì la trasparenza e la chiarezza degli obiettivi.

In sesto luogo, l'analisi decisionale di investimento sugli obiettivi interdipendenti a tutela dell'investitore si deve confrontare con la dispersione agnostica dei rendimenti. Questo criterio fondante è compatibile con l'accettare che esista una "gravità" che influenza localmente, nel sotto periodo, la struttura agnostica del futuro, intesa come relazione tra "tempo delle aspettative

¹⁴ "L'assenza della quantità 'tempo' nelle equazioni fondamentali non significa un mondo congelato e immobile. Al contrario, significa un mondo dove il cambiamento è ubiquo, senza essere ordinato da Padre Tempo: senza che innumerevoli accadimenti si dispongano necessariamente in bell'ordine, né lungo la

linea del tempo Newtoniano, né secondo le eleganti geometrie Einsteiniane. Gli eventi del mondo non si mettono in fila come gli inglesi. Si accalcano caotici come gli italiani." (Carlo Rovelli, "L'Ordine del Tempo" (2017))

¹⁵ Nassim Nicholas Taleb, "The Black Swan" (2007).



degli agenti” e “spazio agnostico della dispersione dei rendimenti”. Gli agenti possono “deformare” questo spazio-tempo attraverso il trattamento dell’informazione (per esempio, l’effetto del *quantitative easing* sulla curva dei tassi di interesse). L’identificazione di potenziali arbitraggi, legati alle aspettative degli agenti sui numerosi fattori di rischio a vari orizzonti temporali (*beta*), può generare valore tramite un approccio euristico che permetta di proteggere gli interessi dell’investitore attraverso una chiara informazione *ex-ante* dei **costi e dei benefici**. I risultati finanziari *ex-post* potranno validare il giusto mix di diversificazione (ovvero di umiltà umana rispetto alla stima del futuro) e *alpha* (ovvero di convinzione centrata rispetto a una *performance* attesa possibile rispetto a un orizzonte temporale). Tale visione biologica adattativa consente di fare un passo fondamentale in ottica di *risk management*, ovvero introdurre nell’analisi di portafoglio il concetto di tempo irreversibile attraverso l’**analisi agnostica dei costi rispetto ai benefici sugli scenari probabilistici** (*omega*), superando l’approccio deterministico della MPT.

In settimo luogo, l’elemento chiave risiede nell’introdurre l’euristica (***what-if***) rispetto al tempo irreversibile quale variabile intermediaria della dispersione agnostica degli eventi (**sistema aperto**). Questo consente di eliminare l’autoreferenzialità causale della visione finanziaria tradizionale (**sistema chiuso**) basata solo sui prezzi (Markowitz) integrata delle previsioni soggettive (Black-Litterman). **La biologia umana è adattativa**, quindi non ottimale in ogni stato, ma diventa per così dire “ottimale” nel processo decisionale perché integra la sopravvivenza di fronte all’incertezza del sistema aperto. Questa azione guidata di *tâtonnement* (*stress test* e simulazione degli scenari) realizza una trasparente presa di coscienza per l’investitore

della relazione rischio e rendimento, con un percorso relazionale empatico e, in alcuni casi, privo di conflitti di interesse. Il *beta* quale sistema chiuso, collegato a centinaia di fattori di mercato, non rappresenta più un ancoraggio fondamentale della teoria ma una delle tante euristiche sul tempo a disposizione dell’investitore e dell’offerta.

In ottavo luogo, la **relazione trasparente** diventa educativa e informativa perché dà significato agli atti decisionali dell’investitore, svelando i legami tra le priorità degli obiettivi (tutti personali) e la soluzione di investimento.

In nono luogo, la trasparenza voluta dalla regolamentazione e l’irreversibilità del tempo consentono all’ecosistema di prendere coscienza attraverso un’etica consequenzialista che la ricerca di stabilità può solo tradursi in concreta anti-fragilità. Questa nuova etica permette la riduzione del **put sistemico**, la cui mancanza di formalizzazione ha caratterizzato la finanza moderna e ha dato manifestazione di sé con la Crisi Finanziaria Globale. Ad esempio, l’obiettivo della regolamentazione prudenziale non è evitare il fallimento a prescindere (*bail-out*), ma evitare il contagio attraverso la gestione di fallimenti ordinati (*bail-in*). È quindi possibile accettare, nell’ambito di questa nuova etica, la perdita controllata di obiettivi e/o di agenti del sistema per la sopravvivenza dell’ecosistema tutto (mercati trasparenti). Il *bail-in* altro non è, infine, che un processo di trasparenza. L’etica consequenzialista consente di prendere coscienza della “selezione” Darwiniana degli agenti basata sul concetto di anti-fragilità (chi sbaglia, deve pagare un po’ ma soprattutto non può mettere in pericolo il sistema). Ne consegue che i mercati trasparenti nella ricerca di stabilità non possano tendere solo all’efficienza, perché devono prima “sopravvivere”, per evitare la stabilità nella morte del sistema. **In conseguenza,**



la trasparenza associata a un'etica consequenzialista sostituisce il *put* sistemico insostenibile perché mutualizza i costi di interazione all'interno del mercato tra gli agenti. L'incertezza sulla stabilità facilita la presa di coscienza individuale del risk-taking a livello di singolo agente e quindi di mercato.

Per concludere, l'**anti-fragilità** è dunque funzione della **consapevolezza comportamentale olistica**, individuale e sistemica, generata attraverso un trasparente processo decisionale euristico sul tempo irreversibile. Solo la consapevolezza comportamentale permette di coniugare le ambizioni e la ricerca di qualità della vita con la "primordiale" necessità di sopravvivenza dell'investitore e del mercato. Questo ritornare all'incertezza fondamentale per cercare di superarla nel futuro, rende il movimento epistemologico circolare. È questo binomio che genera una dinamica virtuosa per la sopravvivenza del mercato e dell'investitore. Pertanto, essa genera diversità e per questo essa è elemento di **anti-fragilità personale** (sugli obiettivi, aventi priorità diverse) e **sistemica** (nella relazione e interazione tra gli individui).

Ecco il cuore dell'approccio istituzionalista (riflesso nella MiFID II), il cui spirito risiede nella ricerca di generare anti-fragilità mutualizzando l'incertezza attraverso un richiamo alla trasparenza biologica delle intenzioni (conflitto di interessi, adeguatezza e appropriatezza). Il soggetto investitore si adatta all'architettura dell'oggetto mercato attraverso un cambiamento di paradigma epistemologico, grazie all'apertura del contesto di riferimento che ridà comprensione e movimento virtuoso anti-fragile.



3. LA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA SECONDO MiFID II: NOVITÀ E PROFILI DI ATTENZIONE

Nadia Linciano♦

Introduzione

L'obbligo di valutazione di adeguatezza a cui l'intermediario è tenuto nella prestazione del servizio di consulenza agli investimenti e di gestione di portafoglio riveste un ruolo centrale nel sistema di tutele del risparmiatore/investitore. Il suo corretto adempimento presuppone la conoscenza delle caratteristiche e dei bisogni della clientela (*Know your customer rule* – KYC) e la conoscenza dei prodotti e dei servizi offerti (*Know your product rule* – KYP).

Nel contesto europeo, il presidio della valutazione di adeguatezza ha conosciuto un progressivo potenziamento a partire dalla Direttiva 2004/39/CE (cosiddetta MiFID I) e la relativa Direttiva di attuazione 2006/73/CE. MiFID I, infatti, ha innovato il modello relazionale di servizio intermediario-cliente, segnando il passaggio dall'*investitore-consumatore* all'*investitore-utente* e, in parallelo, dallo scambio informativo episodico

con l'*intermediario-venditore* allo scambio informativo continuo con l'*intermediario-fornitore* di servizi.

Nel quadro disegnato dalla MiFID I, l'intermediario ha assunto, così, un ruolo di 'filtro' tra il cliente e le diverse soluzioni di investimento disponibili, dovendo (tra le altre cose) convogliare e acquisire informazioni accurate nonché fornire la propria assistenza e diligenza professionale nel perdurare della relazione "di servizio" con l'investitore (Togna, 2012)¹.

Gli Orientamenti sulla valutazione di adeguatezza pubblicati da ESMA nel 2012 sviluppano le disposizioni del pacchetto MiFID I, dettagliando le informazioni che possono essere raccolte dall'intermediario (a proposito di conoscenze, esperienze, situazione finanziaria e obiettivi di investimento) e i principi ai quali ispirare le procedure di classificazione dei clienti, classificazione dei prodotti e *asset allocation*².

La revisione della MiFID I, avviata nel 2010 a ridosso della crisi finanziaria, quando era prioritario restituire fiducia ai consumatori attraverso il rafforzamento delle tutele, ha promosso nuovi modelli relazionali intermediario-cliente. Il cosiddetto pacchetto MiFID II/MiFIR

♦Divisione Studi, CONSOB. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza né possono essere riferite ai suoi Vertici.

¹ Senza alcuna pretesa di esaustività, si ricorda che questa interpretazione è in linea con le indicazioni già rese da CONSOB in sede di: emanazione del Regolamento n. 16190/2007 (si veda, in particolare, "Prime linee di indirizzo in tema di consulenza (...) e [di] conoscenza del cliente e valutazione dell'adeguatezza" - Esiti della consultazione), ora sostituito dal Regolamento n. 20307 del 15 febbraio 2018; elaborazione delle misure di "livello 3" (si veda Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di distribuzione di titoli illiquidi ove è stato, in particolare, chiarito che " il processo di valutazione

dell'adeguatezza [deve] prevedere l'utilizzo di una pluralità di variabili afferenti, da un lato, alle caratteristiche del cliente e, dall'altro, a quelle del prodotto"); validazione delle Linee guida delle Associazioni degli intermediari (si veda, in particolare, Linee guida predisposte da Assogestioni in materia di "adeguatezza/appropriatezza").

² Gli Orientamenti chiariscono l'applicazione delle disposizioni di cui alla Direttiva e alle disposizioni attuative, al fine di garantirne un'interpretazione omogenea in ambito comunitario. In questa ottica, alle autorità nazionali competenti si applica il principio *comply or explain*, in base al quale esse devono notificare ad ESMA l'intenzione di conformarsi o meno agli Orientamenti e, in quest'ultimo caso, spiegare il motivo della propria scelta entro due mesi dalla data di pubblicazione delle traduzioni curate da ESMA.



(Direttiva 2014/65/UE, Regolamento delegato (UE) n. 2017/565 e relativi atti di esecuzione) tiene in debito conto la crescente complessità dei prodotti, dovuta anche all'innovazione finanziaria, e il progresso tecnologico. In particolare, le nuove disposizioni MiFID II in materia di condotta degli intermediari prendono atto dell'insufficienza delle regole *at point of sale* e rafforzano le regole di comportamento strategico e organizzativo dell'intermediario; potenziano la *disclosure* in materia di costi dei prodotti e dei servizi di investimento; rafforzano l'approccio del servizio al cliente attraverso gli obblighi di *product governance*; attribuiscono alle Autorità di vigilanza poteri aggiuntivi (*product intervention*) qualora il presidio della *product governance* non abbia funzionato regolarmente.

Con particolare riferimento ai servizi di consulenza in materia di investimenti, MiFID II estende la nozione di consulenza e precisa i doveri fondamentali dell'intermediario secondo i già menzionati principi KYC e KYP. Rimandando la disamina di queste innovazioni regolamentari a pubblicazioni specialistiche, in questa sede si ricorda che la Direttiva prevede una intensificazione dello scambio informativo tra intermediario e cliente in tutte le fasi della relazione. Nella fase precontrattuale, ad esempio, l'intermediario deve fornire al cliente, “*in una forma comprensibile*”, le informazioni rilevanti in tempo utile prima della prestazione del servizio (tra queste: il costo del servizio; la gamma di prodotti considerati nel fornire raccomandazioni personalizzate ai clienti; la natura su base indipendente o meno della consulenza; l'eventuale valutazione periodica dell'adeguatezza degli

strumenti finanziari raccomandati; si veda l'art. 24, c. 4, MiFID II). La portata delle informazioni da acquisire ai fini della valutazione di adeguatezza, inoltre, ricalca quella già tracciata dal pacchetto MiFID I con due importanti precisazioni. Da un lato, si esplicita che le informazioni sulla situazione finanziaria da chiedere all'investitore comprendono anche la sua capacità di sostenere perdite; dall'altro, si specifica che le informazioni sugli obiettivi di investimento includono la tolleranza al rischio (art. 25, c. 2, MiFID II)³. La valutazione di adeguatezza deve riguardare l'intero pacchetto di servizi o prodotti aggregati eventualmente oggetto della raccomandazione. Costituisce una novità, poi, la possibilità di utilizzare le informazioni raccolte per la profilatura del cliente anche nel processo di *product governance*, ossia per individuare il target di clientela a cui destinare alcune classi di prodotti e strumenti finanziari. Un'altra importate innovazione riguarda l'obbligo dell'intermediario di indicare il motivo per il quale la raccomandazione corrisponde agli obiettivi del cliente e, se previsto, il motivo dell'adeguatezza del suo portafoglio (art. 25, c. 6 MiFID II). Infine, ai clienti deve essere fornita, prima che venga effettuata l'operazione raccomandata, una dichiarazione di adeguatezza con il dettaglio di una serie di informazioni (art. 25, c. 6 della MiFID II)⁴. Con particolare riguardo alla valutazione di adeguatezza, gli Orientamenti ESMA pubblicati nel 2018 innovano in modo significativo le precedenti Linee guida del 2012, segnando un deciso progresso sul piano sia della portata delle informazioni sia delle modalità di rilevazione delle informazioni stesse.

³ Questa formulazione viene ripresa anche dall'art. 54, c. 2, del Regolamento delegato (UE) n. 2017/565.

⁴ I profili menzionati sono poi integrati con ulteriori disposizioni di dettaglio definite dal Regolamento

delegato (che riprendono il Final Report del Technical advice rilasciato da ESMA alla Commissione Europea il 19 dicembre 2014).



Il presente lavoro analizza i nuovi Orientamenti, evidenziandone i punti di forza e i profili di attenzione che, con particolare riferimento al caso italiano, si legano anche alla bassa cultura finanziaria dei risparmiatori e alle dinamiche di una comunicazione consulente-cliente per certi versi ancora poco efficace.

1. L'approccio alla revisione degli Orientamenti ESMA

Gli Orientamenti ESMA in materia di valutazione di adeguatezza del 2018 riprendono e innovano le Linee guida del 2012, estendendone la portata per tenere conto degli sviluppi tecnologici in materia di consulenza automatizzata (cosiddetto *robo advice*), dell'esperienza di vigilanza maturata dalle Autorità nazionali competenti e delle indicazioni della finanza comportamentale.

Rimandando ad altri scritti per la disamina del primo profilo (Paracampo 2018), è opportuno ricordare brevemente le indicazioni emerse dalle esperienze applicative della MiFID I. Alcuni studi e le risultanze di vigilanza hanno evidenziato diverse criticità nei questionari utilizzati dagli intermediari per la valutazione di adeguatezza, tanto da metterne in discussione l'efficacia informativa. In particolare, l'Autorité des marchés financiers ha mostrato, in una ricerca del 2010, che i questionari esaminati non erano affidabili, poiché profilavano in maniera diversa uno stesso individuo e molto spesso raccoglievano informazioni irrilevanti e non esplicative dell'attitudine al rischio (De Palma e Picard, 2010). La Financial Services Authority (ora Financial Conduct Authority) è intervenuta nel marzo 2011 per indicare *poor* e *good practices* che traevano spunto dalle risultanze dell'attività di vigilanza.

CONSOB, in un Discussion paper del 2012, ha segnalato criticità nei contenuti e nel formato dei questionari che, pur essendo in linea con le disposizioni MiFID I, nella maggior parte dei casi non potevano essere valutati come validi e attendibili secondo i canoni della psicometria⁵ e della finanza comportamentale (Linciano e Soccorso, 2012). Sempre sul caso italiano, uno studio precedente di Marinelli e Mazzoli (2010) rilevava la debolezza dei questionari rispetto alla misurazione della tolleranza al rischio e della capacità finanziaria di sostenere il rischio, nonché l'incoerenza nella classificazione di uno stesso soggetto a seconda del questionario utilizzato.

Nella revisione degli Orientamenti del 2012, l'ESMA ha valorizzato le indicazioni rivenienti dalle analisi dei questionari e dalla vigilanza sulle condotte degli intermediari, adottando esplicitamente l'approccio della finanza comportamentale. In tal senso si pronuncia, infatti, il documento di consultazione sulla revisione delle Linee 2012, pubblicato nel 2017, quando evidenzia la necessità di tenere conto delle distorsioni comportamentali degli investitori nella rilevazione delle informazioni utili per la profilatura della clientela (ESMA 2017). Il Consultation paper, inoltre, dedica particolare attenzione alla 'misurazione' della tolleranza al rischio, sottolineando che in quanto relativa ad un'attitudine legata a percezioni soggettive, a loro volta influenzate da tratti comportamentali ed emotivi, potrebbe risultare compromessa da rilevazioni basate esclusivamente sulle metriche standard di rappresentazione del rischio finanziario (per maggiori dettagli sul punto si rimanda al paragrafo 3.4).

⁵ Secondo la psicometria (disciplina che si occupa della misurazione delle variabili psicologiche) una rilevazione è valida quando misura realmente ciò che si

è prefissato di misurare ed è attendibile se il margine di errore della misurazione è contenuto.



Il riferimento alla finanza comportamentale da parte di ESMA è in linea con la crescente consapevolezza in ambito comunitario della necessità di modulare le regole anche in funzione dei comportamenti osservati. Ne sono testimonianza, ad esempio, il Key Investor Information Document (KIID), previsto dal corpus normativo UCITS IV⁶, e il Key Investor Document, previsto dal Regolamento sui PRIIPs⁷, ossia i documenti sintetici per gli investitori i cui contenuti sono stati definiti, coerentemente a un approccio *evidence based*, anche in base agli esiti di due *consumer testing* condotti a livello europeo e tesi a verificare la comprensibilità e l'utilità di modalità alternative di rappresentazione delle informazioni⁸.

2. Le informazioni sul cliente: portata e affidabilità

Nel confermare, con le due importanti integrazioni menzionate al paragrafo 1, le categorie di informazioni che l'intermediario deve raccogliere per la valutazione di adeguatezza (TAB. 1), le nuove disposizioni riservano particolare attenzione al tema dell'affidabilità della rilevazione.

⁶ UCITS è l'acronimo di Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities; il riferimento normativo è alla Direttiva 2009/65/EU e al Regolamento (EU) n. 583/2010.

⁷ PRIIPs è l'acronimo di Packaged Retail and Insurance-based Investment Products; il riferimento normativo è al Regolamento (EU) No 1286/2014 del 26 novembre 2014 e ai *Regulatory Technical Standards* emanati dal Joint Committee delle Autorità EBA, ESMA, EIOPA (JC ESAs), basati sui commenti raccolti tramite il Discussion Paper JC/DP/2015/01 e il Consultation Paper JC/CP/2015/073 e sulle evidenze del *consumer testing* in European Commission (2015).

TAB. 1 - Informazioni sul cliente

MiFID II*	Regolamento delegato**
esperienze e conoscenze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio	tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza
	natura, volume e frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite
	livello di istruzione e professione o, se pertinente, l'ex professione
situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere perdite	fonte e consistenza del reddito regolare
	attività, comprese le attività liquide
	investimenti e beni immobili
	impegni finanziari regolari
obiettivi d'investimento, inclusa la tolleranza al rischio	periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento
	preferenze in materia di rischio
	profilo di rischio
	finalità dell'investimento

* Direttiva 2004/39/CE. In corsivo le modifiche introdotte dall'articolo 25, paragrafo 2, della MiFID II.

** Regolamento delegato (UE) n. 2017/565, articolo 54, da paragrafo 2 a paragrafo 5 e articolo 55.

⁸ Al proposito, è emblematica l'affermazione che si legge a pagina 17 del Discussion paper del Joint Committee delle ESAs (2014), sui contenuti del KID, secondo il quale *"a traditional approach to disclosures focused solely on information and with little regard to its presentation, is in being superseded in policy making by an approach that is more informed by insights into consumer behaviours. For instance, the framing of information can be considered, so as to counter cognitive biases which may distort perceptions and provide information in a way that is both simple to understand but also salient for the consumer (i.e. capable of drawing the consumers' attention and appearing important for the decision to be made)"*.



In particolare, l'orientamento generale 4 di ESMA 2018 (relativo all'adozione da parte dell'intermediario di misure ragionevoli per garantire l'affidabilità e la coerenza delle informazioni raccolte) ribadisce la raccomandazione delle Linee guida del 2012 di non “*basarsi indebitamente sull'autovalutazione dei clienti*” e arricchisce gli esempi su come dare concretamente applicazione al suggerimento in base al quale “*l'autovalutazione dovrebbe essere controbilanciata da criteri oggettivi*”.

Il problema non si pone, ovviamente, per le variabili di agevole rilevazione come le caratteristiche socio-demografiche del cliente (genere, età, area di residenza, occupazione, composizione del nucleo familiare, ecc.). Viceversa, richiede una riflessione la rilevazione di variabili misurabili anche attraverso l'autovalutazione (come le conoscenze e le esperienze di investimento), o sulla base di dichiarazioni del cliente potenzialmente suscettibili di distorsioni sistematiche (come nel caso dell'*underreporting* di ricchezza e reddito), o relative a costrutti psicologici (variabili latenti) come la tolleranza al rischio e l'inclinazione a sopravvalutare le proprie competenze (*overconfidence*).

2.1 Esperienze e conoscenze

La rilevazione di esperienze e conoscenze basata sull'autovalutazione può restituire una rappresentazione distorta delle competenze finanziarie effettive del cliente, con conseguenze particolarmente negative soprattutto nel caso in cui

un eventuale propensione dell'investitore alla sopravvalutazione (*overconfidence*) dovesse condurre alla raccomandazione di soluzioni di investimento eccessivamente rischiose⁹. D'altro canto, anche una sottovalutazione (*underconfidence*) potrebbe tradursi in raccomandazioni non adeguate, nella misura in cui queste dovessero comportare un'ingiustificata rinuncia a un maggiore rendimento atteso.

Che l'autovalutazione possa associarsi a una sopravvalutazione non è infrequente. Con riferimento al caso italiano, in particolare, le indagini di Banca d'Italia (2017) e di CONSOB (anni vari) mostrano che la conoscenza finanziaria percepita può divergere in maniera significativa da quella effettiva. L'ultimo CONSOB *Report on financial investments of Italian households* (Report, da ora in poi) misura questa divergenza confrontando le cosiddette conoscenze *ex ante*, corrispondenti sia a una generica valutazione della propria cultura economica sia alla autovalutazione della conoscenza di argomenti specifici (tra cui inflazione, relazione rischio-rendimento e diversificazione di portafoglio) successivamente verificata con apposite domande (conoscenze *ex post*)¹⁰. La percentuale di soggetti che mostrano un disallineamento tra cultura finanziaria percepita ed effettiva sfiora il 25% e raggiunge il 30% per il sotto-campione degli investitori. Queste evidenze confermano la necessità di evitare, ove possibile, l'autovalutazione delle conoscenze finanziarie ai fini della profilatura del cliente ovvero di utilizzarla per coglierne lo scostamento dalle risultanze di valutazioni oggettive, in termini di

⁹ In generale, è oramai condiviso in letteratura il fatto che l'*overconfidence* tenda ad associarsi a un'eccessiva assunzione di rischio (per riferimenti bibliografici, si rimanda a Linciano e Soccorso, 2012), mentre rimane ambigua l'associazione con le conoscenze finanziarie, risultando in alcuni casi positiva (si veda tra gli altri

Kramer, 2016) e in altri negativa (si veda tra gli altri Gentile et al., 2016).

¹⁰ Il questionario utilizzato per la rilevazione è stato elaborato tenendo conto della letteratura in materia di educazione finanziaria. Per i relativi riferimenti bibliografici si rimanda alle Note metodologiche del Report.



overconfidence o di *underconfidence*, da valorizzare ai fini della comprensione delle caratteristiche del cliente.

ESMA 2018 riconosce queste criticità anticipando all'orientamento generale 2 (relativo alla comprensione del cliente) un concetto ripreso nel già ricordato orientamento 4, in base al quale *“l'adozione, da parte delle imprese, di meccanismi atti a evitare l'autovalutazione e garantire la coerenza delle risposte fornite dal cliente è particolarmente importante per la corretta valutazione delle conoscenze e dell'esperienza del cliente stesso.”*

L'orientamento 4 sottolinea, inoltre, che *“le imprese dovrebbero adottare meccanismi atti ad affrontare il rischio che i clienti siano possibilmente inclini a sopravvalutare la propria conoscenza ed esperienza, inserendo ad esempio domande che agevolino la valutazione della comprensione generale da parte dei clienti riguardo alle peculiarità e ai rischi dei diversi tipi di strumenti finanziari.”*

Con particolare riferimento ai riscontri oggettivi che dovrebbero controbilanciare l'autovalutazione, sempre l'orientamento 4 integra gli esempi esplicativi già riportati in ESMA 2012, segnalando che per quanto riguarda le conoscenze *“invece di chiedere a un cliente se comprende i concetti di trade off rischio/rendimento e diversificazione del rischio, l'impresa potrebbe presentare alcuni esempi pratici di situazioni che possono concretizzarsi, ad esempio mediante grafici o scenari positivi e negativi”*¹¹. Questa disposizione è in linea con l'orientamento 2, che sottolinea l'importanza di valutare *“la comprensione del cliente di concetti finanziari fondamentali, quali il*

rischio di investimento (compreso il rischio di concentrazione) e il trade off rischio/rendimento.”

Entrambe le raccomandazioni rappresentano elementi di novità rispetto ad ESMA 2012 e rispondono alle criticità rilevate nell'esperienza applicativa di alcuni Paesi, come quello italiano dove l'analisi dei questionari comunque *compliant* con MiFID I aveva rivelato l'assenza generalizzata di domande sulla comprensione dei concetti finanziari di base che dovrebbero costituire il bagaglio conoscitivo essenziale di un investitore (Linciano e Soccorso, 2012).

Con riguardo alla verifica dell'esperienza di investimento in determinati prodotti, ESMA 2018 suggerisce all'intermediario di chiedere *“con quali tipi di prodotti [il cliente] ha familiarità, a quando risale la sua esperienza di negoziazione e qual è la sua frequenza.”*

Questo esempio di riscontro oggettivo migliora la formulazione usata in precedenza. ESMA 2012, infatti, faceva genericamente riferimento alla possibilità di chiedere al cliente *“quali tipi di strumenti conosce”*, richiamando così il solo aspetto della familiarità, che non necessariamente colma il possibile divario tra conoscenza percepita e conoscenza effettiva e può essere essa stessa sopravvalutata. Un esempio in tal senso si evince dall'ultimo Report CONSOB, che incrocia la familiarità asserita da parte degli intervistati con alcuni strumenti finanziari – tra cui azioni, fondi comuni e obbligazioni – con la loro capacità di ordinare tali strumenti per livello di rischio. Le percentuali di coloro che dichiarano di conoscere gli strumenti considerati oscillano tra il 30% e il 40% degli intervistati, mentre solo il 10% del campione è in grado di classificarli correttamente per livello di rischio. Questa evidenza corrobora,

¹¹ La raccomandazione conclude suggerendo l'utilizzo di esempi indicativi e comprensibili dei livelli di perdita/ritorno che possono sorgere a seconda del livello

di rischio assunto e la valutazione della risposta del cliente a tali scenari.



inoltre, la necessità di predisporre controlli di coerenza delle informazioni raccolte nell'ambito di una valutazione complessiva, in modo da cogliere (e possibilmente sanare) eventuali contraddizioni nelle dichiarazioni di conoscenza di prodotti e servizi.

Un'ultima considerazione riguarda l'assenza di un riferimento esplicito a una variabile, il genere del cliente, che potrebbe essere utile valorizzare nel processo di profilatura o per un suo 'autonomo' contenuto informativo e/o in quanto *proxy* di variabili attitudinali e psicologiche di più difficile misurazione. Secondo diverse analisi empiriche, infatti, le donne, oltre ad essere meno *financial literate* degli uomini, sarebbero meno *overconfident* e meno propense al rischio¹². Le differenze di genere, comunque, sembrerebbero più accentuate nel caso di individui *single*, mentre all'interno di una coppia prevarrebbe una tendenza alla 'contaminazione', anche in ragione di caratteristiche quali distribuzione della ricchezza finanziaria all'interno della famiglia, professione e livello di istruzione dei coniugi (Gilliam et al., 2010).

2.2 Situazione finanziaria

L'affidabilità delle informazioni raccolte dai clienti può costituire una criticità anche nel caso della situazione finanziaria, data la probabile reticenza a comunicare all'intermediario dati ritenuti sensibili. Al proposito, l'orientamento 4 di ESMA 2018 suggerisce, a titolo esemplificativo, di chiedere ai clienti *“di fornire informazioni concrete sulla loro situazione finanziaria, ad esempio la fonte di reddito regolare e se esistono passività in essere (prestiti bancari o altri debiti che possono avere un impatto significativo sulla valutazione della capacità del cliente di sostenere finanziariamente*

eventuali rischi e perdite connesse all'investimento” invece di richiedere genericamente se si dispone di fondi sufficienti per investire. La questione diventa ancora più delicata nel caso in cui il prodotto offerto sia illiquido: in questa circostanza, infatti, il novero delle informazioni sulla situazione finanziaria da acquisire si amplia, come evidenziato con la stessa formulazione, sia da ESMA 2012 sia da ESMA 2018.

Superare l'*under-reporting* non è agevole. Per migliorare l'accuratezza della rilevazione della capacità finanziaria del cliente di assumere rischio l'intermediario potrebbe avvalersi delle informazioni desumibili da altri rapporti eventualmente intrattenuti con il cliente, oppure valorizzare l'associazione con variabili socio-demografiche di agevole misurazione (ad esempio quelle citate dall'orientamento generale 2 tra le informazioni da tenere in conto per il loro possibile impatto su situazione finanziaria od obiettivi di investimento). Potrebbe essere opportuno anche considerare variabili non espressamente citate in ESMA 2018, quali ad esempio informazioni socio-demografiche riferite al coniuge (ove possibile), al fine di disporre di indicatori delle risorse finanziarie familiari e della relativa distribuzione tra i membri della famiglia, che, come si evince anche dalla ricerca empirica, possono avere un impatto sulle scelte di consumo e investimento dei singoli.

2.3 Obiettivi di investimento

Tra le informazioni sul cliente, quelle relative agli obiettivi di investimento rappresentano l'area in cui gli orientamenti ESMA 2018 hanno integrato e innovato in modo significativo rispetto alle Linee 2012.

destinatario di proposte di investimento relative a prodotti poco rischiosi.

¹² Secondo Eckel e Grosman (2002), rispetto agli uomini le donne sarebbero più frequentemente



L'orientamento generale 2 di ESMA 2018 riconosce la centralità dell'orizzonte temporale del cliente, indicando l'età come elemento importante per la sua valutazione. La necessità di valorizzare questa informazione viene poi ribadita, questa volta riproponendo le Linee guida 2012, sia rispetto alle raccomandazioni aventi ad oggetto prodotti illiquidi¹³ (orientamenti 3 e 8, rispettivamente in tema di proporzionalità e misure per garantire l'adeguatezza di un investimento) sia nell'ambito delle verifiche della comprensione da parte del cliente della relazione rischio-rendimento (orientamento 8).

Età e situazione finanziaria del cliente (soprattutto se rilevata con il grado di dettaglio di cui all'orientamento 3 nell'ambito di investimenti illiquidi o rischiosi) potrebbero essere sufficienti per valutare in modo accurato l'*holding period*, a patto che i dati raccolti sulla situazione finanziaria siano attendibili¹⁴.

La verifica della comprensione della relazione rischio-rendimento e dell'incidenza su tale relazione dell'orizzonte temporale potrebbe invece trarre beneficio dall'ulteriore rilevazione di taluni aspetti attitudinali come ad esempio il grado di impazienza. A un livello di impazienza elevato (ovvero, secondo il gergo della teoria economica, a un tasso di sconto soggettivo elevato) potrebbero

associarsi aspettative di rendimento irrealistiche e incompatibili con l'orizzonte temporale necessario per vederle realizzate, le esigenze di liquidità desumibili dalla situazione finanziaria, le condizioni di mercato e la propria tolleranza al rischio. In generale, un elevato grado di impazienza riduce la consapevolezza dei passaggi e del tempo necessari per raggiungere un determinato obiettivo: la sua valorizzazione ai fini della conoscenza del cliente potrebbe dunque essere sempre indicata.

Nella stessa ottica può essere opportuno considerare, tenuto conto delle esigenze di proporzionalità e parsimonia delle rilevazioni, ulteriori aspetti comportamentali quali l'impulsività e l'ansia finanziaria.

L'impulsività può ostacolare la ponderazione ragionata di costi e benefici di una scelta di investimento, mentre l'ansia finanziaria può associarsi ad atteggiamenti di evitamento, disagio, delega 'impropria' delle proprie scelte (ad esempio, a persone di fiducia come parenti, amici, colleghi, le cui decisioni economico-finanziarie non sono necessariamente adeguate per chi le emula). La letteratura economica e lo stesso Report CONSOB per il caso italiano mostrano che questi tratti comportamentali, lungi dall'essere poco diffusi¹⁵, si associano negativamente sia al livello di conoscenze finanziarie sia a comportamenti

¹³ Sulle maggiori cautele da seguire nella profilatura della clientela a cui vengano raccomandati prodotti illiquidi la CONSOB si era espressa con la già ricordata comunicazione del 2 marzo 2009 relativa a "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi".

¹⁴ Secondo tale orientamento, le «informazioni necessarie» da raccogliere possono includere: *“il reddito fisso e il reddito totale del cliente, se tale reddito è percepito su base permanente o temporanea, e la fonte di tale reddito (ad esempio, reddito da lavoro, reddito di pensione, reddito da investimenti, rendite da locazione, ecc.); i beni del cliente, comprese le attività liquide, gli investimenti e i beni immobili, che*

comprendono gli eventuali investimenti finanziari, beni personali e investimenti immobiliari, fondi pensioni e depositi in contante posseduti dal cliente. Laddove opportuno, l'impresa dovrebbe anche raccogliere informazioni sulle condizioni, i termini, l'accesso, i prestiti, le garanzie e altre restrizioni, se del caso, agli eventuali beni summenzionati; gli impegni finanziari regolari del cliente, che possono comprendere gli impegni finanziari che il cliente ha assunto o intende assumere (i suoi debiti, l'importo totale del debito e altri impegni periodici, ecc.)”.

¹⁵ Secondo le evidenze del Report 2017, il 10% degli intervistati dichiara di avere un livello alto o molto alto di ansia finanziaria, mentre il 50% si colloca in una fascia intermedia.



‘virtuosi’, quali la pianificazione finanziaria, il risparmio, la partecipazione ai mercati finanziari, l’affidamento a un consulente professionale.

Valutare la personalità del cliente anche rispetto a questi profili può dunque riflettersi positivamente sullo sviluppo della relazione cliente-intermediario, fornendo a quest’ultimo gli elementi per aumentare nel primo la consapevolezza dei propri tratti comportamentali e gli effetti che questi possono produrre sulle sue scelte economico-finanziarie, nonché per modulare una comunicazione più chiara ed efficace e contenere reazioni emotive ad andamenti ‘estremi’ di mercato che possono compromettere la relazione stessa (oltretutto risolversi a detrimento dei risultati economici conseguiti dall’investitore).

Oltre all’esplicito riferimento alla tolleranza al rischio, assente negli Orientamenti 2012 e di cui si discuterà nel paragrafo successivo, un altro elemento di novità riguarda il riferimento ai profili ESG (*environment, social, governance*), che ESMA 2018 ricorda evidenziando la facoltà per l’impresa di investimento di raccogliere informazioni in merito alle preferenze del cliente su fattori ambientali, sociali e di *governance*.

2.4 Tolleranza al rischio

L’esplicita considerazione della tolleranza al rischio tra le informazioni da raccogliere per conoscere gli obiettivi di investimento del cliente costituisce un’importante novità che ricorre sia in MiFID II e nel relativo Regolamento delegato sia negli Orientamenti ESMA 2018.

La misurazione della tolleranza al rischio è complessa trattandosi di un «costrutto psicologico», ossia di una variabile latente che non può essere osservata direttamente. Essa dipende da

molteplici fattori tra i quali rivestono un ruolo fondamentale le caratteristiche personali dell’investitore (ad esempio, capacità di affrontare situazioni di tensione emotiva, propensione all’ottimismo o al pessimismo in situazioni di incertezza, ecc.) e la percezione soggettiva del rischio.

A sua volta, come evidenziato da numerosi studi di finanza comportamentale ed economia sperimentale, la percezione del rischio finanziario si lega a processi psicologici complessi, segnati da ipotesi, giudizi, gap cognitivi ed errori comportamentali; è legata al contesto di riferimento; è sensibile alle modalità di rappresentazione del rischio stesso (cosiddetto *framing effect*).

Il rischio finanziario, quindi, può significare cose diverse per investitori diversi: per alcuni può rilevare soprattutto l’eventualità di mancato raggiungimento di un obiettivo minimo di rendimento, per altri la perdita del capitale investito, per altri ancora dover sostenere elevati costi di monitoraggio dell’investimento. Il rischio, infine, può significare cose diverse per lo stesso investitore, in fasi di mercato o del proprio ciclo vitale diverse¹⁶.

Un ultimo profilo di attenzione evidenziato dalla ricerca sperimentale riguarda l’eventuale divario tra auto-rappresentazione (ossia tolleranza al rischio dichiarata) e tolleranza al rischio reale, che può risultare significativo in ragione anche di caratteristiche socio-demografiche, autostima, immagine di sé che si vuole fornire agli altri, aspettative di rendimento connesse all’auto-rappresentazione e conoscenze finanziarie, informazione finanziaria (Lucarelli e Brighetti, 2011).

¹⁶ Su questo tema, la letteratura di finanza comportamentale ed economia sperimentale è vastissima. Con riferimento specifico alle scelte di

investimento di un campione di investitori italiani e per riferimenti bibliografici si veda Linciano, Lucarelli, Gentile, Soccorso (2018).



Le implicazioni che discendono dalle argomentazioni appena menzionate per la misurazione della tolleranza al rischio dei clienti non sono di poco conto. Rilevazioni ‘oggettive’ ispirate a soluzioni del tipo *one-size-fits all* potrebbero non essere soddisfacenti; viceversa rilevazioni basate sull’autovalutazione potrebbero essere falsate da disallineamenti tra auto-rappresentazione e attitudine reale.

Gli Orientamenti 2018 prendono esplicitamente atto della rilevanza delle percezioni soggettive raccomandando agli intermediari che valutino la tolleranza al rischio attraverso un questionario “non solo (di) studiare i profili di rischio/rendimento auspicabili di futuri investimenti” ma anche di “tener conto della percezione del rischio da parte del cliente” (orientamento 4 sulla affidabilità delle informazioni del cliente; paragrafo 47). Essi proseguono, inoltre, con uno spunto in linea di principio utile per mitigare le difficoltà di rilevazione della tolleranza al rischio, ossia suggerendo, ferma restando la necessità di evitare l’autovalutazione¹⁷, di “porre domande esplicite sulle scelte personali dei clienti in caso di incertezza del rischio [e] (...) ad esempio [di] avvalersi di grafici, percentuali specifiche o cifre concrete nel chiedere al cliente come reagirebbe qualora il valore del suo portafoglio diminuisse.” (orientamento 4, paragrafo 47).

Sembrerebbero invece potenzialmente meno affidabili rilevazioni basate, ad esempio, sulle preferenze dichiarate del cliente in merito a ipotetiche opzioni di investimento connotate da diversi profili rischio-rendimento. L’ultimo Report CONSOB fornisce un’indicazione significativa al

riguardo. Nel documento, in particolare, si combinano le preferenze espresse dagli intervistati rispetto a quattro ipotetici portafogli caratterizzati da distinti profili di rischio-rendimento (da basso a molto elevato) con i dati relativi alle loro conoscenze finanziarie. Il 40% di coloro che preferiscono le alternative più rischiose (poco più di un quinto del campione), in astratto classificabili come propensi al rischio, non hanno risposto correttamente alla domanda sulla relazione rischio-rendimento e altrettanti si sono precedentemente dichiarati avversi al rischio.

Tra le variabili che potrebbero essere rilevate in aggiunta a quelle citate dagli Orientamenti per aumentare il valore informativo della misurazione della capacità emotiva del cliente di sostenere una diminuzione del valore del suo investimento, si ricorda la tolleranza alle perdite nel breve termine. Il Report CONSOB per il 2018 mostra infatti che tale attitudine si associa positivamente alla decisione di partecipare ai mercati finanziari e ad altri comportamenti ‘virtuosi’, come ad esempio la propensione ad avvalersi del servizio di consulenza finanziaria. Nel caso di investitori con obiettivi di investimento multipli, infine, può non essere secondario valutare la possibilità che la tolleranza al rischio vari in funzione dell’obiettivo: l’evidenza sperimentale ha infatti confermato la nota teoria della contabilità mentale, in virtù della quale gli individui mediano le scelte economiche attraverso un sistema di conti mentali rispetto ai quali possono mostrare una tolleranza al rischio differente.

In conclusione, le evidenze disponibili e le argomentazioni sviluppate sinora suggeriscono di misurare la tolleranza al rischio con più domande (sia pure nel rispetto del principio di

¹⁷ Al proposito, il paragrafo 46 dell’orientamento 4 indica un esempio di criterio oggettivo con il quale controbilanciare l’autovalutazione, suggerendo all’intermediario che “invece di chiedere a un cliente se

si sente in grado di sostenere un rischio, (...) potrebbe chiedere quale livello di perdita il cliente è disposto ad accettare in un determinato periodo di tempo, sia su investimenti individuali sia sull’intero portafoglio”.



proporzionalità) e di effettuare controlli di coerenza avvalendosi delle informazioni sulle caratteristiche del cliente (come ad esempio quella sulle conoscenze finanziarie) che possono interferire o addirittura invalidare la rilevazione stessa. Data la natura di costrutto psicologico della tolleranza al rischio, infine, sarebbe importante mutare, ove possibile, l'approccio della psicometria, che applica in modo rigoroso metodi quantitativi alla misurazione di variabili non direttamente osservabili (Linciano e Soccorso, 2012).

3. L'elaborazione del questionario per la raccolta delle informazioni sui clienti

ESMA 2018 recepisce numerosi spunti provenienti dalla finanza comportamentale e dalla psicometria anche in tema di redazione del questionario da somministrare per la profilatura della clientela.

L'orientamento 2, paragrafo 25, esorta le imprese a conoscere e valutare i motivi più comuni che potrebbero impedire agli investitori di rispondere correttamente ai questionari.

In secondo luogo, evidenzia che il linguaggio non deve essere *“fuorviante, confuso, impreciso ed eccessivamente tecnico”*, essendo chiarezza, esaustività e comprensibilità le caratteristiche che il questionario dovrebbe soddisfare.

È necessario porre attenzione anche al formato (carattere, interlinea...), *“che dovrebbe evitare di orientare le scelte degli investitori”*.

Passando poi alle domande, si suggerisce di evitare le domande a batteria, valutarne l'ordine ed eliminare l'opzione che permette al cliente di non rispondere per poter raccogliere le informazioni necessarie (in particolare nel caso delle domande sulla situazione finanziaria).

Si tratta di orientamenti la cui corretta applicazione contribuirebbe a segnare un deciso passo in avanti

verso l'innalzamento della validità e della affidabilità dei questionari.

4. Il ruolo del cliente nel processo di valutazione di adeguatezza

Ferme restando le responsabilità degli intermediari, la qualità della profilatura del cliente trova un suo presupposto imprescindibile nella collaborazione del cliente stesso, che deve essere disposto a fornire le informazioni richieste.

Al proposito, però, le evidenze disponibili non sono confortanti.

Il Report CONSOB 2017 censisce una diffusa riluttanza a informare il professionista degli elementi che egli deve (o può) acquisire ai fini della valutazione di adeguatezza. In particolare, il 14% degli investitori che ricevono consulenza non ritiene di dover fornire alcuna informazione, mentre nei casi restanti la percentuale di intervistati che indica uno specifico elemento non supera il 36% (valore che si raggiunge, in particolare, rispetto all'obiettivo di investimento). ESMA 2018 riserva particolare attenzione a questo tema: l'orientamento 1, rafforzando quanto veniva evidenziato già in ESMA 2012, insiste sulla necessità di sottolineare e far comprendere al cliente lo scopo della valutazione dell'adeguatezza, al fine di spronarlo a fornire le informazioni, complete e accurate, di cui l'intermediario necessita per poter agire nel suo miglior interesse e per prestare il servizio di consulenza (che non può essere fornito in assenza di informazioni).

La riluttanza del cliente a fornire informazioni al professionista si lega verosimilmente anche alla scarsa comprensione del processo decisionale di investimento, che nei suoi passaggi salienti (definizione degli obiettivi e del proprio orizzonte temporale, verifica della propria tolleranza al rischio e della propria comprensione delle caratteristiche delle opzioni di investimento) di



fatto ripercorre le aree informative sui cui si fonda la valutazione di adeguatezza¹⁸. Non bisogna trascurare, inoltre, la difficoltà dell'investitore di apprezzare il valore della consulenza e, a monte, la scarsa comprensione dei contenuti del servizio stesso. Come emerge dall'ultimo Report CONSOB, infatti, quasi il 60% non è in grado di definire cosa si intenda per consulenza agli investimenti e il dato sale al 70% per la consulenza indipendente. Alla luce di queste evidenze non stupiscono né la riluttanza allo scambio informativo né la bassa disponibilità a pagare per il servizio, che rappresenta oramai un fatto stilizzato per il contesto italiano¹⁹.

5. Conclusioni

Le Linee guida ESMA 2018 segnano un progresso deciso verso un processo di rilevazione delle informazioni sui clienti in grado di garantirne affidabilità e validità.

Secondo alcuni osservatori, inoltre, tenuto conto del principio di proporzionalità, le modalità di raccolta delle informazioni così come dettagliato dalle nuove disposizioni non dovrebbero avere un grosso impatto per gli intermediari italiani che avessero già strutturato i propri questionari di profilatura in linea con gli Orientamenti ESMA del 2012 e varie misure di 'livello 3', relative a 'obblighi di adeguatezza rafforzati' per la distribuzione di prodotti illiquidi o complessi²⁰.

L'applicazione degli Orientamenti ESMA 2018 si inserisce però in un quadro più ampio e complesso,

dove rilevano anche le dinamiche della relazione consulente-cliente e le competenze del consulente. Sul primo punto, le rilevazioni disponibili sembrerebbero deporre per l'esistenza di ampi margini di miglioramento sia dei contenuti sia dell'efficacia della comunicazione tra consulente e cliente. Le rilevazioni curate dal gruppo di lavoro CONSOB, OCF, Università RomaTre e Finer mostrano che la comunicazione tra consulente finanziario e cliente sembra caratterizzarsi per distonie sia informative sia conoscitive (Caratelli, 2018). Le maggiori divergenze emergono con riferimento ai concetti associabili al servizio di consulenza (ad esempio, i clienti indicano soprattutto *competenza* ed *esperienza* mentre i consulenti sono più sbilanciati verso concetti come *intuito* e *innovazione*), agli argomenti oggetto di conversazione (in particolare, la percentuale di investitori che fa riferimento alla tolleranza al rischio e alla situazione finanziaria è di gran lunga inferiore a quella degli intermediari), al modo in cui si chiede al cliente di esprimere gli obiettivi di investimento (per i clienti è dominante la nozione di rendimento atteso, mentre i consulenti dichiarano prevalentemente di invitare l'investitore a indicare la preferenza tra protezione e crescita del capitale e a riferirsi a obiettivi di vita concreti).

Un'indagine relativa a un campione di professionisti europei segnala talune difficoltà incontrate dai consulenti nella gestione della relazione con l'investitore. Ad esempio, è diffusa la convinzione che i propri clienti non siano consapevoli delle novità di MiFID II e ammettono

¹⁸ Dal Rapporto CONSOB 2016 si evince che prima di investire il 41% dei decisori finanziari italiani non valuta in maniera specifica alcun elemento tra orizzonte temporale, obiettivi, capacità economica ed emotiva di sopportare il rischio; nei casi restanti, più dei due terzi indica solo uno degli elementi citati (prevalentemente l'orizzonte temporale).

¹⁹ Secondo le ultime rilevazioni CONSOB, nel 37% dei casi gli investitori sono convinti che la consulenza sia

gratuita, mentre nel 45% dei casi essi dichiarano di non sapere se il consulente venga retribuito. Nel complesso il 50% circa non è disposto a pagare per il servizio.

²⁰ Si vedano, oltre alla già ricordata comunicazione CONSOB in tema di prodotti illiquidi del 2009, l'ESMA Opinion del 7 febbraio 2014 recante "*MiFID practices for firms selling complex products*" e la comunicazione CONSOB n. 0097996 del 22-12-20 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*.



di aver provveduto ad informarli solo parzialmente (Ronchetti, 2017). Si riconosce, inoltre, l'importanza dei principi della finanza comportamentale, individuando nell'avversione alla perdita, effetto gregge e sotto-diversificazione le distorsioni cognitive più diffusi. La gestione dei *bias* della clientela sembra tuttavia risultare difficoltosa per molti degli intervistati, che indicano in fiducia, empatia e analisi degli errori passati le leve migliori attraverso cui operare.

Queste evidenze suggeriscono l'opportunità di valutare un potenziamento delle competenze dei consulenti anche per i profili attinenti alla comunicazione e alla gestione dei fattori che possono comprometterne l'efficacia.

Gli Orientamenti ESMA del 22 marzo 2016, sui criteri minimi per la valutazione delle conoscenze e competenze dei consulenti e del personale addetto a dare informazioni ai clienti su prodotti e servizi di investimento, sembrerebbero lasciare spazi per andare in questa direzione laddove affermano che l'intermediario deve verificare *“regolarmente che il personale addetto alla prestazione di servizi di consulenza dimostri:*

- *la capacità di porre al cliente domande pertinenti al fine di comprendere e valutare i suoi obiettivi di investimento, la sua situazione finanziaria e le sue conoscenze ed esperienza;*
- *la capacità di spiegare al cliente le caratteristiche di rischio e rendimento di un particolare prodotto o di una particolare strategia”.*

Come già ricordato, inoltre, anche gli Orientamenti ESMA 2018 sulla valutazione di adeguatezza assegnano all'intermediario il compito di adoperarsi per garantire che il cliente abbia compreso: in questa logica, sembra chiaro il riconoscimento di un ruolo 'proattivo' del

consulente nell'informare/formare e comunque nel migliorare l'efficacia della comunicazione.

Una maggiore proattività del consulente in questa direzione sembra essere, quindi, la strada principale da percorrere sia per dare concretezza al potenziamento del sistema di tutele dell'investitore previsto da MiFID II sia per trasformare un profilo di *compliance* in una leva di maggiore efficienza e maggiore competitività dell'intermediario.

Bibliografia

Banca d'Italia (2017), *‘Indagine su Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani’*

Caratelli, M. (2018), *‘La relazione consulente-cliente’*, presentazione dell'indagine CONSOB, OCF, Università RomaTre, Finer al Convegno Conoscenze finanziarie, attitudini e investimenti delle famiglie italiane. Le indicazioni del Rapporto CONSOB, Roma, 22 ottobre 2018

CONSOB (anni vari), *‘Report on financial investments of Italian households’*, a cura di Linciano N., Gentile M., Soccorso P., <http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/report-on-investments-households>

De Palma A. e Picard N. (2010), *‘Evaluation of MiFID Questionnaires in France, Study for the AMF’*, www.amf-france.org

Eckel C.C., Grossman P.J. (2002), *‘Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk’*, *Evolution and Human Behavior*, vol. 23, pp. 281-295



ESMA (2012), ‘Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID’, 25 giugno 2012 ESMA/2012/387, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_it.pdf

ESMA (2016), ‘Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze’, ESMA/2015/1886 IT (rev), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_it.pdf

ESMA (2017), ‘Consultation Paper. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements’, 13 July 2017, ESMA35-43-748, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2017-esma35-43-748_-_cp_on_draft_guidelines_on_suitability.pdf

ESMA (2018), ‘Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II’, 06/11/2018 ESMA35-43-1163 IT, http://www.consob.it/documents/46180/46181/esma35_43_1163.pdf/0594badd-e955-4338-9b41-b3104da0fbf2

European Commission (2015), ‘Consumer testing studies of the possible new format and content for retail disclosures of Packaged Retail and Insurance-based Investment Products, Final Report’, disponibile al link: https://ec.europa.eu/info/publications/consumer-testing-study-key-information-documents-priips_en

FSA (2011)), “Assessing suitability: Establishing the risk a customer is willing and able to take and making a suitable investment selection”, March 2011

Gentile M., Linciano N., Soccorso P. (2016), ‘Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market’, Quaderno di Finanza CONSOB n. 83, <http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf83.pdf/c91497dd-9971-49df-a481-a205c389b9f6>

Gilliam J., Chatterjee S., Grable J. (2010), ‘Measuring the Perception of Financial Risk Tolerance: A Tale of Two Measures’, *Association for Financial Counseling and Planning Education*, vol. 21, pp. 30-43

Linciano N., Lucarelli C., Gentile M., Soccorso P. (2018), ‘How financial information disclosure affects risk perception. Evidence from Italian investors’ behaviour’, *The European Journal of Finance*, Published online: 07 Jan 2018, DOI: 10.1080/1351847X.2017.1414069

Linciano N., Soccorso P. (2012), ‘La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario’, *CONSOB Discussion Paper* n. 4, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/dp4>

Lucarelli C., Brighetti G. (2011), ‘Errors in individual risk tolerance’, in Molyneux P. (Edited by) *Bank Strategy, Governance and Ratings*, Palgrave Macmillan, UK

Kramer M.M. (2016), ‘Financial literacy, confidence and financial advice seeking’, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Elsevier, vol. 131(PA), p. 198-217

JC ESAs (2014), ‘Discussion Paper Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (PRIIPs)’,



disponibile al link: https://esas-joint-committee.europa.eu/Publications/Consultations/20141117_JC_DP_2014_02_-_DP_PRIIPs_KID.pdf

Mocci F. (2015), *'Know your customer: adeguatezza, appropriatezza ed execution only nell'ambito di MiFID 2'*, Milano, 13 ottobre 2015

Paracampo M. T. (2018), *'L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione'*, *Rivista di Diritto Bancario*, n. 8, pp. 1-12, http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/alligati/m.t._paracampo_ladeguatezza_della_consulenza_finanziaria_automatizzata_2018.pdf

Ronchetti N. (2017), *'Il ruolo e l'evoluzione del consulente finanziario in Europa'*, presentazione all'evento EFPA Italia Meeting 2017 · Lido di Venezia · 12/13 Ottobre 2017

Togna T. (2012), *'La valutazione dell'adeguatezza secondo le Linee guida dell'ESMA'*, <http://www.consob.it/documents/46180/46181/s20121123-Togna.pdf/9811d0a1-b919-41ce-ad96-344115ead89c>



4. MiFID II E LA “NUOVA” DISCIPLINA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

Andrea Perrone♦

1. MiFID II come sineddoche

La nuova disciplina europea in materia di servizi di investimento e sedi di negoziazione è abitualmente identificata mediante il riferimento alla Direttiva 65/2014/UE (d’ora in poi, “MiFID II”).

Pur essendo il più generale, MiFID II è, in realtà, uno solo dei numerosi provvedimenti che regolano la materia. Da un lato, infatti, al medesimo livello di generalità, MiFID II è affiancata dal Regolamento (UE), n. 600/2014 (d’ora in poi, “MiFIR”); mentre, per altro verso, in conformità alla procedura di formazione della legge oggi identificato con l’espressione “procedura Lamfalussy II”, la disciplina contenuta in MiFID II e MiFIR risulta integrata da un rilevante numero di provvedimenti di maggiore dettaglio - regolamenti e direttive delegate; *regulatory technical standards* (d’ora in poi, “RTS”) e *implementing technical standards* (d’ora in poi, “ITS”) - formalmente adottati dalla Commissione, ma in larga misura predisposti dall’*European Securities and Markets Authority* (d’ora in poi, “ESMA”). Il quadro è completato da strumenti di *soft law* approntati dall’ESMA: linee guida (*guidelines*), pareri (*opinions*) e indicazioni operative nella forma di *Questions & Answers* (d’ora in poi, “Q&A”). Pur essendo formalmente non vincolanti, per la loro rilevanza istituzionale e per l’ossequio prestato dall’industria finanziaria tali strumenti integrano a tutti gli effetti il quadro normativo.

Se si considera che sono stati complessivamente emanati 5 atti delegati, 37 RTS, 11 ITS, 9 *guidelines* e 12 Q&A, è facile comprendere come l’abituale riferimento a MiFID II sia, quindi, una

sineddoche. Si menziona una parte per indicare il tutto, che, nel caso di specie, è particolarmente complesso e articolato.

2. Le linee portanti della disciplina

Provando, quindi, a semplificare, il sistema di MiFID II risulta costruito intorno a due linee portanti: la disciplina dei servizi di investimento e il regime delle sedi di negoziazione per il funzionamento dei mercati secondari di strumenti finanziari [in buona sostanza: azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni di investimento, derivati o ogni altro strumento finanziario che presenti le medesime caratteristiche economiche: Sezione C, Allegato I, d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (d’ora in poi, “TUF”)].

La disciplina dei servizi di investimento non presenta radicali soluzioni di continuità con le regole della precedente Direttiva 39/2004/CE (d’ora in poi, “MiFID”): anche le soluzioni più innovative di MiFID II trovano, infatti, un aggancio nelle regole di MiFID, in alcuni casi potendosi, anzi, considerare come la loro naturale evoluzione. Non così, invece, con riferimento alla disciplina delle sedi di negoziazione. MiFID II e, soprattutto, MiFIR segnano, infatti, significative inversioni di tendenza rispetto al regime MiFID, per esempio, con riguardo alla trasparenza dei prezzi *pre-trade* (artt. 3, 8 e 23 MiFIR) e all’obbligo di concentrare su sedi di negoziazione autorizzate gli scambi di azioni e derivati standardizzati (artt. 28 e 32 MiFIR). Né manca un complesso di nuove regole in risposta alle esigenze fatte palesi dalla crisi finanziaria globale o dal progresso tecnologico; le disposizioni in materia di *data reporting* o di *organized trading facilities* (artt. 26 e 27 MiFIR; artt. 65-bis e 65-quater TUF) e, rispettivamente, di *trading* algoritmico (art. 67-ter

♦ Università Cattolica del Sacro Cuore



TUF) sono, al riguardo, esempi particolarmente rilevanti.

Nella generale complessità della disciplina MiFID II, le regole sulle sedi di negoziazione si segnalano per numero, grado di dettaglio e difficoltà di analisi. Conseguenza, questa, di una materia dall'elevato carattere specialistico e, per altro verso, del conflitto tra gruppi di interesse che ha segnato il processo politico di approvazione. Più consoni a questa sede può essere, pertanto, concentrare l'attenzione sulla disciplina dei servizi di investimento: che ha portata più vasta e incide ad ampio raggio sull'operatività delle banche e degli altri intermediari finanziari.

3. La disciplina dei servizi di investimento

Le regole di maggiore significato introdotte da MiFID II per la disciplina dei servizi di investimento riguardano soprattutto la tutela dell'investitore. La nuova disciplina rafforza, nello specifico, i presidi in materia di trasparenza, attività di distribuzione alla clientela e conflitti di interesse.

3.1. Le regole di trasparenza

Sotto il primo profilo, i tradizionali obblighi di informazione al cliente posti in capo agli intermediari sono ripensati alla luce delle indicazioni della finanza comportamentale, in particolare con riguardo alla trasparenza sui costi del servizio. Così, la disciplina è esplicita nel richiedere che i costi del servizio siano «espressi sia come importo in denaro che come percentuale» [art. 50, par. 2, e Regolamento delegato (UE) 2017/565 (d'ora in poi, «Regolamento delegato MiFID II»)], in modo da permettere più facilmente il confronto con il rendimento dell'investimento. Suggerita dagli esiti di uno studio empirico promosso dalla Commissione europea sul processo decisionale degli investitori al dettaglio, una simile regola di trasparenza risulta esplicitamente

orientata a impedire che l'intermediario utilizzi tecniche di *framing* per rendere meno percepibile il costo del servizio nel suo rapporto con il rendimento dell'investimento. Come tale, la nuova disciplina è da salutare con favore: costituisce uno strumento di grande efficacia contro possibile rendite di posizione e favorisce, all'evidenza, una più marcata dinamica concorrenziale.

3.2. Product governance e product intervention

Le novità più eclatanti sono contenute nella disciplina sulla distribuzione degli strumenti finanziari alla clientela.

Precedute da alcuni provvedimenti delle autorità di vigilanza diretti ad anticipare il rispetto delle regole di comportamento a livello di assetti organizzativi interni dell'intermediario, MiFID II, la Direttiva delegata (UE) 2017/593 (d'ora in poi, «Direttiva delegata MiFID II») e le relative *Guidelines* dell'ESMA introducono regole assai stringenti sulla «produzione» e sulla distribuzione degli strumenti finanziari. Con espressione di sintesi si parla, in proposito, di «*product governance*». Estendendo all'intera catena del valore la disciplina del rapporto bilaterale tra intermediario e cliente, le regole di *product governance* impongono agli intermediari di adottare assetti organizzativi capaci di assicurare che la «produzione» e la distribuzione di strumenti finanziari siano immuni da conflitti di interessi e rispondano alle esigenze di un determinato mercato di riferimento (c.d. *target market*). Così, per esempio, «al fine di evitare e ridurre sin dall'inizio potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori» (considerando n. 15 Direttiva delegata MiFID II), gli intermediari «che realizzano strumenti finanziari» (c.d. *manufacturer*) devono far sì che «tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di



clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il *target*» (art. 24, par. 2, MiFID II, art. 21, 6.2-bis, TUF) in conformità a uno specifico «processo di approvazione» da porre in essere «prima della loro commercializzazione o distribuzione alla clientela» (art. 16, par. 3, MiFID II e art. 9 Direttiva delegata MiFID II; art. 63, co. 1, lett. a, Regolamento Consob, 15 febbraio 2018, n. 20307: d'ora in poi, «Regolamento Intermediari»). Del pari, l'intermediario che provvede distribuzione (c.d. *distributor*) «deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento» e «fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente» (art. 24, par. 2, MiFID II e art. 10 Direttiva delegata MiFID II; art. 21, co. 2-ter, TUF).

A livello di *enforcement* l'impostazione di *product governance* è presidiata attribuendo alle autorità di vigilanza pervasivi poteri di intervento (c.d. *product intervention*). Il mancato rispetto delle regole sul governo del prodotto e la contestuale sussistenza di un «timore significativo» per la tutela degli investitori consentono alle autorità nazionali o europee di vietare o limitare la commercializzazione, la distribuzione o la vendita degli strumenti finanziari interessati dalla violazione (artt. 40-43 MiFIR).

Palesemente influenzato dai numerosi casi di strumenti finanziari concepiti e distribuiti più nell'interesse dell'intermediario che in quello dell'investitore, l'approccio così descritto non è, all'evidenza, privo di costi. Accanto al costo di *compliance* con la disciplina, rilevano, in particolare, il costo opportunità per la possibile riduzione degli ambiti di innovazione e il costo da *over-reliance* dell'investitore nella «sicurezza» dei prodotti distribuiti, potenzialmente accresciuto dalle previsioni in materia di *product intervention*.

Non sembra, tuttavia, che tali costi comportino *a priori* l'inefficienza della soluzione: la realizzazione e la distribuzione di un prodotto finanziario conformato al mercato di riferimento riducono, infatti, il rischio di controversie relative alla distribuzione di strumenti finanziari non adeguati e, quindi, i costi connessi al relativo rischio legale. In questa prospettiva, l'intermediario rispettoso delle regole di *product governance* può, a parità di condizioni, offrire strumenti finanziari a un prezzo più ridotto, con il conseguente beneficio in termini di competitività; nel contempo, l'osservanza delle regole di *product governance* consente di accrescere la propria reputazione, con un ulteriore vantaggio competitivo, particolarmente rilevante in un contesto fortemente caratterizzato da dinamiche fiduciarie.

Né, per altro verso, l'indubbio tratto di paternalismo che connota la disciplina deve essere eccessivamente enfatizzato. Il riferimento della disciplina vigente al principio di proporzionalità (artt. 9, par. 1 e 10, par. 1, Direttiva delegata MiFID II) e la significativa flessibilità offerta dalle *Guidelines* dell'ESMA al *distributor* che adotti un approccio di consulenza e di gestione diversificata del portafoglio, induce, infatti, a ritenere che, nel suo complesso, la disciplina di *product governance* costituisca un limite a casi eclatanti di *misselling* piuttosto che uno strumento di conformazione «forte» delle dinamiche su lato dell'offerta.

3.3. La disciplina dei conflitti di interesse

In materia di conflitti di interesse MiFID II conferma l'impianto della disciplina previgente, ribadendo l'obbligo per gli intermediari di adottare regole di organizzazione proporzionate alla natura dell'attività svolta e alle dimensioni dell'impresa. Le novità riguardano aspetti di dettaglio, le cui implicazioni sono, nondimeno, assai rilevanti per il modello di *business* di numerosi intermediari.



La disciplina sul collocamento e sulla determinazione del prezzo di strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico (artt. 38-40 Regolamento delegato MiFID II), nonché le regole sul collocamento di strumenti finanziari propri (c.d. *self-placement*: art. 41 Regolamento delegato MiFID II) sono un primo esempio, sollecitato dall'esperienza storica di comportamenti problematici. Regole puntuali sono previste, altresì, con riferimento alla prassi, assai più generale, che connota la distribuzione dei prodotti del risparmio gestito in Italia e in molti Stati membri dell'Unione europea: la remunerazione degli intermediari che distribuiscono quote di fondi comuni e altri strumenti comparabili mediante la retrocessione - dal gestore al distributore - di una parte delle commissioni pagate dal cliente per l'attività di gestione (c.d. *inducements*).

Nel confronto con la disciplina precedente, le differenze più evidenti riguardano la prestazione del servizio di consulenza su base indipendente e il servizio di gestione di portafogli, per i quali la disciplina esclude, con minime eccezioni, la possibilità di ricevere *inducements* (art. 12 Direttiva delegata MiFID II; art. 54 Regolamento Intermediari). Il divieto di *inducements* per la consulenza indipendente risulta, nel contempo, ovvio e frutto di una scelta di compromesso. Ovvio, giacché la corresponsione di un pagamento da parte del gestore collettivo del risparmio al consulente indipendente è contraddittoria con la sua caratteristica di terzietà; esito di un compromesso, dal momento che la distinzione tra consulenza *tout court* e consulenza indipendente introdotta da MiFID II consente di mantenere il pluralismo europeo dei modelli distributivi.

Meno visibili, ma assai più importanti per gli assetti organizzativi degli intermediari, risultano le condizioni stabilite perché gli *inducements* possano ritenersi «concepiti per migliorare la qualità del servizio reso al cliente» (art. 53, co. 1,

Regolamento Intermediari) e, quindi, ammissibili. Tali condizioni configurano, infatti, possibili modelli alternativi di distribuzione, in particolare alla clientela al dettaglio. Così, quando consente gli *inducements* in presenza della possibilità per il cliente di accedere a un ampio *range* di strumenti finanziari «a un prezzo competitivo» e di beneficiare di strumenti di informazione relativi all'investimento (art. 11, par. 2, lett. a, Direttiva delegata MiFID II; art. 53, co. 1, lett. a, n. 3, Regolamento Intermediari), la disciplina legittima un modello di *business* fondato sulla distribuzione di prodotti - in particolare, ETF - mediante piattaforme di *trading*. Del pari, nel richiedere, in via alternativa, che l'intermediario distributore presti un'attività di consulenza non indipendente alla quale si accompagni l'«accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati» comprensiva di un numero appropriato di strumenti» emessi da soggetti terzi e non collegati (art. 11, par. 2, lett. a, Direttiva delegata MiFID II; art. 53, co. 1, lett. a, n. 1, Regolamento Intermediari), il regime vigente approva un modello di *business* fondato sulla distribuzione di prodotti mediante piattaforme di *trading* accompagnato da *robo-advice*. Da ultimo, quando giustifica gli *inducements* in presenza di un'attività di distribuzione accompagnata da consulenza non indipendente e da una verifica periodica di adeguatezza o da una consulenza continuativa sull'*asset allocation* (art. 11, par. 2, lett. a, Direttiva delegata MiFID II; art. 53, co. 1, lett. a, n. 2, Regolamento Intermediari), la disciplina consente il mantenimento del tradizionale modello di *business* fondato sulla distribuzione mediante reti.

4. Le conseguenze distributive della disciplina

Un'ultima considerazione rimane da dedicare alle conseguenze distributive del regime vigente.

Spostando il baricentro della catena del valore dal



distributor al *manufacturer*, le regole di *product governance* comportano, infatti, un vantaggio competitivo per i produttori a scapito dei distributori. In questa prospettiva, la tradizionale allocazione del rapporto con la clientela in capo al distributore potrebbe, pertanto, essere sostituita da una combinazione tra prodotti “certificati” dai *manufacturer* e piattaforme elettroniche di distribuzione, secondo un esito che appare coerente con la crescente tendenza alla disintermediazione agevolata dal progresso tecnologico e, nello specifico del mercato dei capitali, dalla *financial technology*. Di qui un rilevante problema di competitività all’industria bancaria italiana, caratterizzata da una folta presenza di distributori e dalla quasi completa assenza di produttori.

MiFID II lascia comunque uno spazio importante al distributore, che appare ragionevole valorizzare. Nel sistema vigente, infatti, compete al distributore valutare *ex ante* la coerenza in concreto del prodotto con il *target market* (art. 10, par. 2 e 5, Direttiva delegata MiFID II; art. 72 Regolamento Intermediari), verificare l’adeguatezza del prodotto rispetto al singolo investitore (considerando 71 e art. 16, par. 3, MiFID II) e riferire *ex post* al *manufacturer* le informazioni necessarie per la revisione periodica dei prodotti (art. 10, par. 9 Direttiva delegata MiFID II; art. 74, 6.5, Regolamento Intermediari). Tale ruolo del distributore risponde a una logica di specializzazione produttiva e di distribuzione del rischio che risulta preferibile rispetto a un’impostazione diretta a disintermediare *tout court* l’allocazione del risparmio. Se, da un lato, infatti, i limiti cognitivi degli investitori sono “gestiti” meglio responsabilizzando il distributore piuttosto che regolando il prodotto, per altro verso, responsabilizzare il distributore consente di circoscrivere il rischio di errori: rischio che, di contro, con la disintermediazione acquistano carattere sistemico, così da generare costi destinati

a essere socializzati in modo indiscriminato e, pertanto, inefficiente.

Nella strutturale asimmetria informativa che connota le scelte di investimento, la prevalenza di un modello fiduciario fondato sull’intelligente relazione tra cliente e intermediario rispetto a un’allocazione del risparmio realizzata mediante prodotti “certificati” dipenderà dalle scelte strategiche dell’industria bancaria e dalle opzioni di *enforcement* delle autorità di vigilanza.



5. MIFID II - DA OBBLIGO NORMATIVO A OPPORTUNITÀ DI CAMBIAMENTO.

L'APPROCCIO DEL GRUPPO UBI BANCA

Rossella Leidi e Ezio Castagna♦

Introduzione

Il 3 gennaio 2018 è entrata in vigore la Direttiva MiFID II che prosegue il percorso di riordino della disciplina sulla prestazione dei servizi d'investimento avviato con l'applicazione di MiFID I nel novembre 2007.

La MiFID II conferma l'obiettivo di ridurre il rischio sistemico e accrescere la protezione degli investitori, garantendo da un lato la corretta informazione sui prodotti finanziari e l'adeguata profilatura dell'investitore, dall'altro il livello di conoscenza e competenza del personale che fornisce consulenza in materia di investimenti.

Una normativa che, con le modifiche introdotte, rappresenta sicuramente un passo importante per gli operatori e gli intermediari che si trovano ora alle prese con *impatti operativi* significativi in tema di processi, procedure e infrastrutture tecnologiche e con la definizione di *evoluzioni strategiche* molto significative, in particolare in termini di interazione con il cliente e di definizione del modello di Servizio di Consulenza offerto.

Non solo adeguamento normativo, quindi, ma anche l'introduzione di un nuovo paradigma nelle modalità di *approccio al business*.

1. I "pilastri" della MiFID II

La nuova normativa rivede l'attività degli intermediari in diversi settori ma gli interventi che hanno avuto maggior impatto nella relazione con i clienti si possono riassumere nei seguenti "pilastri":

1. tipologia di consulenza
2. informativa alla clientela
3. product governance
4. record keeping
5. controllo oneri/benefici
6. competenze del personale

1.1. Tipologia di consulenza

La nuova normativa chiarisce il concetto di «**consulenza**» distinguendo tra:

1. «**consulenza indipendente**» del quale vengono delineate le caratteristiche essenziali:
 - il servizio deve prendere in esame un'**ampia gamma di prodotti** e di **emittenti**;
 - l'unica forma di remunerazione ammessa è il pagamento di **commissioni di consulenza** da parte del Cliente - **nessun** tipo di **retrocessione da terzi soggetti** è previsto;
2. «**consulenza non indipendente**» che prevede la possibilità di ricevere e trattenere **incentivi** purché giustificati da **valore aggiunto fornito al Cliente**.

L'intermediario è tenuto a dichiarare il tipo di consulenza prestata.

1.2. Informativa alla clientela

I risparmiatori hanno maggiori garanzie e più strumenti per comprendere che tipologia di prodotto stanno acquistando, quali costi devono sostenere e, soprattutto, quali spese sono tenuti a pagare per avvalersi della consulenza da parte degli intermediari.

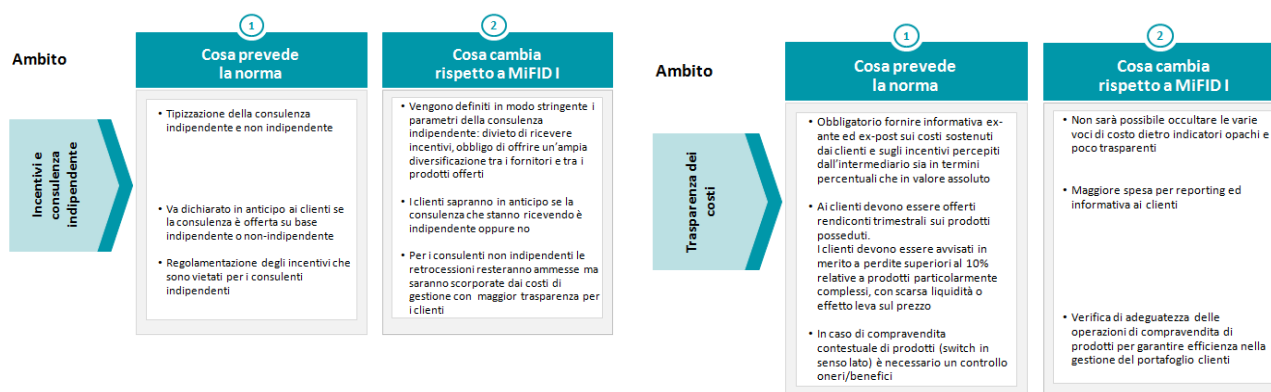
MiFID II quindi, garantisce ai risparmiatori nuovi diritti ed impone all'industria finanziaria nuovi obblighi. Lo scopo generale della direttiva è quello di promuovere una maggiore conoscenza e consapevolezza dei prodotti finanziari da parte degli investitori.

♦ UBI Banca

Andando a colmare l'asimmetria informativa che esiste tra risparmiatori ed intermediari, si spera di incoraggiare una selezione virtuosa che aiuti il mercato ad evolversi, lasciandosi alle spalle le pratiche più penalizzanti per i risparmiatori.

Di seguito (FIG. 1) si riassumono in sintesi le principali novità.

FIG.1 - Informativa alla clientela: le innovazioni di MiFID II



1.3. Product governance

Con questo termine ci si riferisce all'insieme di previsioni tese ad imporre agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento relative alla creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori (FIG. 2).

In **primo luogo**, viene espressamente stabilito che l'intermediario deve comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati e deve istituire politiche specifiche per identificare la categoria di clienti alla quale fornire i prodotti e i servizi.

In **secondo luogo**, viene chiarito che l'intermediario che realizza strumenti finanziari garantisce che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali (Target Market) e adotta tutte le misure necessarie per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato. Viene in merito specificato che l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti offerti e il loro rendimento

devono essere soggetti ad una procedura di riesame su base regolare.

Per garantire la coerenza tra prodotto e Target Market è necessario prevedere un processo di monitoraggio nel *continuum* che coinvolge Produttore e Distributore: entrambi questi soggetti raccolgono informazioni in merito all'andamento della commercializzazione dei prodotti distribuiti e condividono tali informazioni per valutare eventuali interventi correttivi e azioni di mitigazione.

In questa ottica il Distributore è tenuto ad esempio a comunicare al Produttore, attraverso flussi informatici ad hoc, informazioni sui reclami e in relazione alle vendite effettuate fuori target per consentire a quest'ultimo di valutare eventuali interventi di riallineamento e ritaratura sul prodotto realizzato.

In **terzo luogo**, al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, l'intermediario, quando offre o raccomanda ai



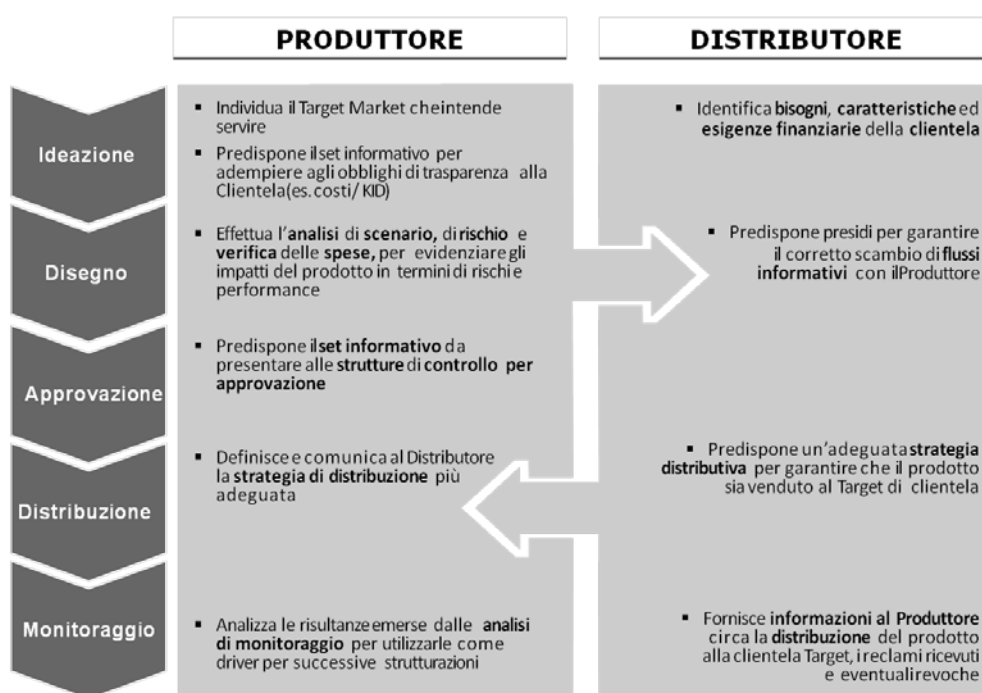
clienti strumenti finanziari che non ha proceduto a realizzare, deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, al mercato di riferimento identificato dal produttore ed alle caratteristiche del prodotto da collocare.

Inoltre, quando l'intermediario offre o raccomanda un prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di Product Governance, emessi cioè da intermediari non

soggetti alla disciplina MiFID, ovvero da imprese di paesi terzi deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sul prodotto.

Infine, viene espressamente chiarito che la disciplina sul Governo dei Prodotti si aggiunge e non sostituisce gli obblighi dell'intermediario relativi all'informativa ai clienti, all'adeguatezza e appropriatezza, all'identificazione e gestione di conflitti di interesse ed agli incentivi.

FIG. 2 - Nuovi ruoli del Produttore e del Distributore



1.4. Record keeping

È stato maggiormente dettagliato l'obbligo di detenere, per tutti i servizi prestati e tutte le operazioni effettuate, **registrazioni** sufficienti volte a consentire all'autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti normativi e di verificare l'avvenuto adempimento agli obblighi verso i clienti. L'obbligo in parola riguarda:

- **Tipologie di comunicazioni** - estensione a talune tipologie di comunicazione (elettronica e frontale) dell'obbligo di tracciabilità su tutti i canali (fisico, on line e telefonico);
- **Comunicazioni verso i clienti** - indicazione, prima della prestazione dei servizi di investimento, di quali

comunicazioni e conversazioni saranno oggetto di registrazione;

- **Estensione della tracciabilità** ad un numero maggiore di informazioni, anche a carattere di marketing (ad es. prezzo, valuta, quantità iniziale) o al trattamento degli ordini (es. info sullo strumento, info sulla sede di esecuzione).

1.5. Controlli oneri/benefici

Nell'ambito della **tutela del cliente** è stato introdotto un ulteriore controllo in aggiunta alla verifica di adeguatezza: il **controllo oneri/benefici**. Esso si attiva in caso di operazioni che modifichino l'investimento attraverso la vendita di uno strumento finanziario per acquistarne un altro. In tale circostanza gli intermediari devono effettuare un'analisi dei costi e benefici del cambiamento in modo tale da dimostrare che i benefici del cambiamento siano maggiori dei costi aggiuntivi connessi.

Non sarà, dunque, possibile fornire raccomandazioni che comportino dei costi aggiuntivi per il cliente se non a fronte di benefici dimostrabili.

Le Banche devono dotarsi di metodologie e presidi di controllo per garantire un adeguato rapporto oneri / benefici per il cliente.

1.6. Competenze del personale

Con l'entrata in vigore della direttiva, potranno fornire informativa in ambito finanziario e svolgere il servizio di consulenza alla clientela in materia di investimento solo risorse che abbiano determinati requisiti di "conoscenza e competenza", attestati dal titolo di studio conseguito, dal percorso formativo e dall'esperienza maturata. Il personale privo delle qualifiche idonee e/o dell'esperienza adeguata potrà operare unicamente sotto la supervisione e la responsabilità di un membro del personale che

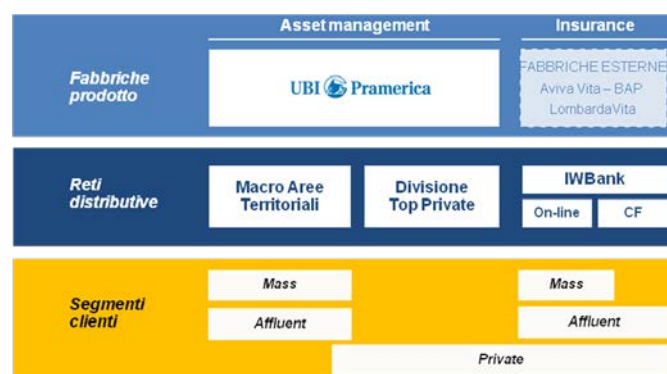
possieda sia una qualifica idonea sia un'esperienza adeguata. Il periodo di supervisione ha la durata massima di quattro anni, che valgono ai fini della determinazione dell'esperienza.

2. Approccio Gruppo UBI Banca

Il Progetto avviato in UBI Banca (FIG. 3) ha previsto **due macrofasi**:

1. una prima progettualità definita "**Linee guida strategiche MiFID II**", guidata da un gruppo di lavoro ristretto e interfunzionale, ha fornito input progressivi al Progetto MiFID II in termini di **scelte strategiche di posizionamento, reporting e conoscenze e competenze del personale**;
2. una seconda progettualità definita "**Progetto operativo MiFID II**" ha recepito all'interno dei rispettivi cantieri gli input forniti, declinando e adeguando funzionalmente le diverse aree impattate (processi, normativa interna, procedure IT, contratti).

FIG. 3 - Principali aree di business impattate



Tale attività progettuale è stata suddivisa nei seguenti quattro macro-filoni:



1. Product Governance
2. Modelli di Servizio
3. Competenze del Personale
4. Mercati

2.1 Product governance

La product governance, così come disciplinata nell'ambito della *Policy in materia di sviluppo e gestione prodotti*, integrata ed aggiornata a fronte della Direttiva MiFID II, è da intendersi come l'insieme di attività che la Capogruppo e le Società del Gruppo devono porre in essere nella fase di ideazione, realizzazione e di distribuzione di un nuovo prodotto o al rilascio di sue modifiche.

In estrema sintesi gli obiettivi di questo stream progettuale sono stati quelli di:

1. **garantire** che i prodotti finanziari assolvano all'interesse effettivo del cliente;
2. **evitare** situazioni di mis-selling garantendo che i prodotti offerti siano coerenti con le caratteristiche della clientela;
3. **favorire** la trasparenza assicurando che il cliente riceva tutte le informazioni necessarie a comprendere le caratteristiche degli strumenti e i profili di rischio-rendimento;
4. **sviluppare** una proposizione attiva su prodotti che garantisca una reale convenienza economica (a parità di contenuto) evitando costi ingiustificati per il cliente.

Le misure organizzative di sviluppo e gestione dei prodotti si articolano nelle seguenti attività, a seconda del ruolo di volta in volta rivestito nello specifico dal Gruppo UBI, il quale, nelle sue *legal entity*, è sia intermediario produttore

(*manufacturer*) sia intermediario distributore (*distributor*) di strumenti finanziari:

- definizione del *concept* (identificazione del Target Market potenziale– product design – Target Market effettivo) e valutazione degli impatti di fattibilità;
- selezione/variazione dei distributori;
- realizzazione, test e rilascio del prodotto;
- monitoraggio e azioni risolutive

In particolare:

Definizione del concept

Il processo di definizione del **concept** è finalizzato:

- alla identificazione dei bisogni della clientela e, conseguentemente, alla definizione e valutazione della tipologia di prodotto e del canale distributivo;
- all'individuazione del mercato target di riferimento;
- alla valutazione di adeguatezza dei prodotti;
- alle caratteristiche ed alle esigenze della clientela che il prodotto deve soddisfare.

Il processo prevede che le Società del Gruppo svolgano, con il supporto diretto delle competenti strutture della funzione commerciale della Capogruppo, ove previsto¹, l'analisi preventiva delle caratteristiche ed esigenze della clientela e l'identificazione del mercato *target* di un prodotto. Il Gruppo ha definito modalità specifiche per l'individuazione del *target market* dei prodotti di propria emissione e di terzi e per il controllo di

¹ Le competenti strutture di Business di Capogruppo predispongono, per conto delle Società del Gruppo che hanno delegato tale attività, le analisi statistiche e di business intelligence utili all'individuazione delle caratteristiche e dei bisogni della clientela delle Società stesse. Il risultato di tali analisi viene condiviso con le Società stesse che potranno fornire eventuali specifici contributi in merito.

corrispondenza dello stesso rispetto alle caratteristiche della clientela.

All'interno del processo di approvazione è stato identificato un mercato di riferimento (*target market* potenziale), considerando i seguenti attributi: Tipo cliente (classificazione MiFID), Esperienza e Conoscenza, Situazione Finanziaria con focus sulla capacità di sostenere le perdite, Tolleranza al Rischio, Obiettivi e Bisogni.

Oltre alla clientela *target* le cui caratteristiche e i cui obiettivi sono pienamente compatibili con lo strumento finanziario (cd. *target market* positivo), deve essere identificata l'eventuale clientela *target* non compatibile con lo stesso² (cd. *target market* negativo) (FIG. 4). Può essere infine definita un'area "grigia" (cd. *target market* neutrale), costituita dai clienti che non possiedono caratteristiche o non perseguono obiettivi totalmente compatibili con il *target market* positivo, ma nemmeno rientranti nel cd. *target market* negativo.

Il processo per la definizione del *target market* è differenziato come segue:

- **prodotti finanziari di propria emissione:** il *target market* e la strategia distributiva sono definiti internamente sulla base di tutti gli attributi sopra elencati;
- **prodotti finanziari di terzi inseriti nei cataloghi commerciali di consulenza:** gli attributi di *target market* potenziale sono acquisiti dal *manufacturer* e ricondotti agli attributi di *target market* effettivo definiti sulla base di regole e di codifiche interne appositamente declinate a tal fine. In assenza di informazioni da parte del *manufacturer*, il *target market* effettivo è definito

internamente sulla base di tutti gli attributi sopra elencati.

- **prodotti finanziari di terzi non inseriti nei cataloghi commerciali di consulenza:** in assenza di informazioni da parte del *manufacturer*, ove possibile il *target market* effettivo è definito internamente sulla base di tutti gli attributi sopra elencati; qualora non siano disponibili informazioni esaustive sullo strumento finanziario sono definiti i soli profili di Tipo cliente e di Esperienza e Conoscenza e tali prodotti non potranno pertanto essere ricompresi nei cataloghi commerciali di consulenza.

Nella prestazione del servizio di consulenza il Gruppo ha definito di non raccomandare alla clientela, informandola preventivamente, l'acquisto di prodotti in *target market* negativo, in quanto incompatibili con le caratteristiche del cliente.

FIG .4 - TARGET MARKET: regole generali



² Per strumenti finanziari a basso rischio e di larga diffusione il *target market* negativo potrebbe non essere definito (cfr. – Guidelines on MiFID II product governance requirements).



Selezione/variazione dei distributori/produttori

Qualora il prodotto non sia distribuito direttamente dalla Banca qualificatasi come produttore, la stessa seleziona i distributori più appropriati e coerenti con la propria strategia distributiva. A questo scopo le competenti strutture interne selezionano i distributori, valutandone il grado di competenza, esperienza e le capacità di distribuire correttamente il prodotto, anche al fine di presidio del rischio reputazionale per il Gruppo.

Le Società del Gruppo che distribuiscono prodotti di terze parti (altri produttori) sono chiamate ai medesimi obblighi relativi all'integrazione, nelle proprie strutture di governo e nel sistema dei controlli interni, delle procedure atte alla selezione e al continuo monitoraggio dei produttori e del catalogo dei prodotti commercializzati a presidio e salvaguardia delle relazioni e del corretto operare con la clientela e per prevenire i possibili conflitti di interesse.

Realizzazione/ distribuzione, test e rilascio del prodotto

Il processo di realizzazione, test e rilascio del prodotto prevede la predisposizione di tutta la documentazione prevista dalla normativa applicabile (quali fogli informativi, schede prodotto, KID, modulistica specifica, etc...), tenendo anche conto delle Linee Guida emanate in materia dalle Autorità di Vigilanza Sovranazionali ESMA, EBA, EIOPA.

Qualora la Banca o una Società del Gruppo si qualifichi come distributore, sia nel caso di prodotti propri che di terze parti, è previsto un **test di efficienza** che, in sede di inserimento di uno o più prodotti nel catalogo commerciale, consente di verificare la compatibilità rispetto ai requisiti di equivalenza con prodotti già presenti cataloghi tenuto conto dei rispettivi costi e oneri.

Monitoraggio post vendita e azioni risolutive

Una volta che il prodotto è disponibile sul mercato, le competenti strutture della funzione commerciale di Capogruppo / Società del Gruppo³, tenuto conto anche delle valutazioni/segnalazioni delle funzioni di controllo e delle altre funzioni aziendali, sono responsabili del monitoraggio su base regolare del permanere delle condizioni di adeguatezza del prodotto rispetto agli interessi, agli obiettivi e alle caratteristiche del mercato *target*, anche al fine di valutare eventuali interventi da apportare al prodotto. A tal fine sono previsti su base periodica scambi di informazioni tra produttore e distributore in merito all'andamento e alle prestazioni dei prodotti emessi e/o distribuiti.

In particolare sia per i prodotti per cui le società del gruppo UBI si configurino come produttori che per i prodotti per i quali le società del gruppo UBI si configurino come distributori, nei rispettivi ambiti e competenze, è previsto che si proceda come di seguito evidenziato:

- monitorare, su base regolare (almeno una volta all'anno), la condizione, l'utilizzo, e l'operatività dei prodotti, nonché le loro modalità di distribuzione rispetto al target market identificato al fine di garantire la coerenza con gli obiettivi, le esigenze e le caratteristiche del mercato di riferimento, anche ai fini di presidio del rischio reputazionale;
- adottare misure e cautele adeguate, comprese misure di dismissione del prodotto dal catalogo commerciale, quando si verificano eventi, anche straordinari, che possono generare danni nei confronti dei clienti o se gli stessi eventi possono essere ragionevolmente anticipati.

³ L'attività viene svolta in service dalla Capogruppo qualora delegata dalla Società controllata.

Alla base di tale attività le competenti strutture di business di Capogruppo e delle Società del Gruppo provvedono alla tenuta e alla periodica manutenzione del “Catalogo Prodotti” mediante il quale vengono individuate le categorie di prodotti che per diverse ragioni dovrebbero essere oggetto di cambiamenti e modifiche, di cui si rende necessaria la sostituzione in relazione al venir meno delle caratteristiche di adeguatezza al profilo dei clienti ai fini del Target Market ,oppure potrebbero essere non più distribuibili attraverso la rete di vendita.

In particolare, a fronte dell’individuazione di tali prodotti, la competente struttura di business di Capogruppo e delle Società del Gruppo identifica le azioni risolutive più opportune da attuarsi mediante:

- l’attivazione di un nuovo processo per la modifica del prodotto;
- individuazione di prodotti sostitutivi idonei alle caratteristiche della clientela target per la quale il prodotto in essere non soddisfa le condizioni di adeguatezza;
- la cessazione della distribuzione del prodotto o la dismissione del canale distributivo.

2.2 Modelli di servizio

Per l’erogazione del servizio di consulenza, UBI Banca e IW Bank hanno a disposizione una rete di **Modelli di Servizio** distinti per mercato/segmento di portafogliazione della clientela.

Il servizio offerto prevede la fornitura ai clienti sottoscrittori dell’apposito contratto di consulenza in materia di investimenti (indipendentemente dalla consistenza del loro patrimonio finanziario) di **raccomandazioni personalizzate** su specifici strumenti finanziari rientranti in un catalogo prodotti. In tal senso i clienti che non hanno sottoscritto tale contratto, ed operano pertanto in regime di **appropriatezza**, non ricevono proposte

commerciali personalizzate d’investimento da parte della Banca, né sono inseriti in campagne commerciali od oggetto di azioni proattive da parte del gestore.

Nell’attività di asset allocation l’individuazione delle operazioni oggetto di raccomandazione viene eseguita automaticamente da procedura informatica dedicata in base alla profilatura del Cliente ed al catalogo prodotti in consulenza previsto dal Modello di Servizio scelto dal Cliente (catalogo opportunamente definito e differenziato in funzione del mercato/segmento di appartenenza del cliente e delle conseguenti relative presumibili esigenze in materia di diversificazione e sofisticazione dell’offerta), nonché in base ad eventuali strategie della Banca e a vincoli forniti dal Cliente. Le soluzioni di investimento così formulate, in termini di prodotti finanziari, attingono quindi da un Catalogo Commerciale predefinito e risultano essere sempre adeguate al Cliente nel rispetto dei dettami della normativa e tendono a perseguire l’asset allocation modello.

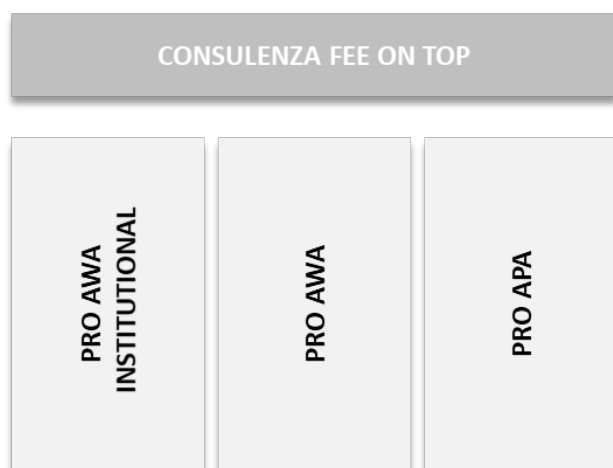
FIG. 5 - Consulenza gratuita



Modello di consulenza industrializzato erogato da gestori di relazione sul territorio (Filiale, Top Private, IWB) sulla base di una piattaforma - PCF

- che guida e indirizza l'operato dei gestori, monitorandone l'attività sulla base di portafogli modello - elaborati in house da struttura specialistica - che costituiscono i benchmark per la costruzione dei portafogli della Clientela. Per i modelli di servizio UBI Light ed UBI Light PF tale finalizzazione è supportata da un motore di ottimizzazione Product Picking Engine a disposizione dei gestori per la formulazione di proposte.

FIG. 6 - Consulenza Fee on Top



Accanto ai citati modelli di consulenza gratuita (FIG. 5), si affiancano i modelli di consulenza Fee On Top (FIG. 6) Pro AWA e Pro APA. Entrambi rappresentano un Modello di consulenza tailor made erogato da Advisor di un'unità organizzativa accentrata e caratterizzato da un'elevata capacità di personalizzazione unita ad un controllo accentrato dei portafogli effettivi dei clienti.

Il processo di consulenza si articola secondo lo schema (FIG. 7) qui di seguito rappresentato:

FIG. 7 - Processo di consulenza: le fasi



1

A tutti i clienti intestatari di contratti di collocamento, ricezione e trasmissione di ordini e di consulenza in materia di investimenti è stata per tempo inviata una comunicazione avente ad oggetto la proposta di modifica unilaterale dei contratti a seguito degli adeguamenti alla disciplina normativa derivante dalla Direttiva (UE) 65/2014 e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 ("MiFIR") relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Al cliente in questa fase vengono rappresentate le principali novità derivanti dall'introduzione della nuova normativa quali a titolo esemplificativo:

- la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti su base **non indipendente** con l'impegno ad effettuare una valutazione periodica dell'adeguatezza del portafoglio;
- la fornitura di maggiori informazioni sui costi e oneri nonché sugli incentivi connessi alla effettiva prestazione dei servizi di investimento (in questa fase si acquisisce l'informazione relativa alla modalità di rendicontazione prescelta dal Cliente delle fonti di costo – forma sintetica prevista per default, oppure in forma analitica);
- la fornitura del rendiconto degli strumenti finanziari detenuti dalla Banca con una frequenza maggiore di quella attualmente prevista;

d) la definizione di regole più stringenti in materia di realizzazione, selezione e distribuzione dei prodotti finanziari (c.d. Target Market).

2

Il processo di profilatura consiste nel tradurre la complessità che caratterizza il cliente in attributi quali-quantitativi che possano essere messi in relazione con la prestazione dei servizi di investimento offerti dal Gruppo.

Le domande inserite nel questionario di profilatura della clientela, aggiornato coerentemente con gli orientamenti ESMA e differenziato per segmento commerciale di appartenenza⁴ hanno l'obiettivo di indagare i seguenti ambiti (FIG. 8):

FIG. 8 – Ambiti rilevati nel questionario di profilatura



1. le **conoscenze ed esperienze** in materia finanziaria; la Banca raccoglie informazioni circa il titolo di studio, l'attività lavorativa, i prodotti e i servizi bancari utilizzati nel tempo, la frequenza e i volumi di operatività, la conoscenza dei prodotti, con particolare focus sugli strumenti derivati, con la finalità di accertare se il cliente sia in grado di comprenderne le caratteristiche, la complessità e i rischi;

2. la **situazione finanziaria** e familiare; la Banca raccoglie informazioni circa il numero dei componenti il nucleo familiare, la tipologia e l'ammontare del reddito, la capacità di risparmio e gli impegni finanziari, con la finalità di accertare se il cliente sia in grado di sostenere finanziariamente i rischi relativi agli investimenti effettuati;
3. l'**obiettivo di investimento**; la Banca raccoglie informazioni circa l'utilizzo dei flussi derivanti dagli investimenti finanziari, gli obiettivi di protezione piuttosto che di crescita moderata o significativa degli investimenti, la ripartizione desiderata degli investimenti tra diversi segmenti temporali, la propensione a sostenere perdite legate all'andamento avverso dei mercati, con la finalità di accertare il periodo di tempo per cui il cliente desidera investire e, congiuntamente a quanto emerge dall'indagine sulla situazione finanziaria e familiare, il suo profilo di tolleranza al rischio.

In ambito MiFID II il questionario e il processo di profilatura della clientela rimangono invariati. Tuttavia, si aggiunge un **nuovo indicatore** (capacità di sostenere le perdite) relativo alle caratteristiche del cliente, che viene esplicitato nella rendicontazione della consulenza e nel report di raccomandazione.

L'obiettivo del nuovo indicatore, che rientra tra gli elementi distintivi della definizione del target market associato al cliente, è quello di considerare per ciascun cliente:

- **la misura in cui ha la capacità di tollerare le oscillazioni dei mercati**
- **la relazione tra investimenti e tenore di vita**
- **le sue necessità di smobilizzo**

3

Il processo di verifica dell'adeguatezza relativo alla prestazione del servizio di consulenza in

⁴ Persone Fisiche Retail, Persone Fisiche Private, Persone Fisiche Pro A.W.A., Persone Giuridiche ed Enti



materia di investimenti prevede alcuni controlli (logica multivariata), (FIG. 9) che consistono nel confronto tra gli *output* del processo di profilatura del cliente e le caratteristiche dei singoli prodotti e/o del portafoglio da questi composto:

FIG. 9 – Verifica adeguatezza del servizio di consulenza



Controllo di frequenza: consiste nel verificare che le operazioni consigliate al cliente avvengano con una frequenza che tuteli l'interesse dello stesso.

Controllo di complessità: consiste nel confrontare il livello di esperienze e conoscenze del cliente con il grado di complessità di ciascun prodotto. A livelli di esperienze e conoscenze superiori corrisponde l'accesso a un universo sempre più ampio di prodotti caratterizzati da complessità crescente.

Coerentemente con le indicazioni fornite dall'Autorità di Vigilanza, il Gruppo ha arricchito il controllo di complessità definendo soglie massime di concentrazione sui prodotti a complessità "Elevata" e "Massima".

Controllo del rischio di mercato del portafoglio: consiste nel confrontare i limiti di rischio di mercato stabiliti in funzione del livello di tolleranza al rischio e dell'orizzonte temporale prevalente del cliente con il livello del rischio di mercato dei suoi investimenti.

Controllo del rischio di credito del portafoglio: consiste nel confrontare i limiti di rischio di credito stabiliti in funzione del livello di tolleranza al rischio del cliente con il livello del rischio di credito dei suoi investimenti;

Controllo sul tempo minimo di detenzione unificato: consiste nel confrontare l'orizzonte temporale dell'investimento complessivo del cliente, o di una sua componente, con un indicatore di costo e di liquidabilità del prodotto.

Controllo oneri-benefici⁵: è effettuato in caso di raccomandazioni che prevedano modifiche al portafoglio del cliente consistenti nella vendita di un prodotto e nell'acquisto contestuale di un altro, o nell'esercizio del diritto di apportare una modifica a un prodotto esistente (cd. *switch*). Consiste nel confrontare un indicatore sintetico di variazione dell'onerosità derivante dallo *switch* (costi *upfront*, costi di uscita, oneri ricorrenti, commissioni di negoziazione, etc.) con un indicatore sintetico di beneficio/qualità, che valuti l'utilità dello *switch* per il cliente (FIG. 10). Ai fini della valutazione dei benefici sono considerati:

- l'adeguatezza,
- la diversificazione del portafoglio,
- l'aderenza del portafoglio ai portafogli modello,
- la qualità dei prodotti presenti,
- la coerenza rispetto alle preferenze del cliente (esigenze assicurative, strumenti a delega etc.).

Il controllo ha l'obiettivo di valutare che i benefici del cambiamento siano superiori ai relativi costi.

⁵ Introdotta ex-novo conformemente alle previsioni della Direttiva MiFID II e del Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

FIG. 10 – Controllo oneri e benefici



4

Il processo di verifica dell'adeguatezza, che precede la fase dispositiva, è strettamente legato al processo di ottimizzazione finanziaria del portafoglio in quanto se da un lato è possibile identificare diversi portafogli adeguati per il medesimo cliente dall'altro solo alcuni di essi sono anche "portafogli ottimali"⁶.

Nel prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti il Gruppo si dota di metodologie e strumenti per svolgere al meglio il processo di selezione dei prodotti, sulla base:

- della profilatura della clientela e dei corrispondenti livelli di rischio;
- della composizione ottimale del Portafoglio Modello;
- del controllo oneri-benefici e del test di efficienza sui cataloghi commerciali;
- dei vincoli d'indirizzo del cliente.

Tra le funzionalità previste dagli strumenti di calcolo vi è la possibilità di definire centralmente alcuni vincoli d'indirizzo del processo di ottimizzazione finanziaria su specifici sottoinsiemi del catalogo commerciale.

⁶ Per "portafoglio ottimale" si intende un portafoglio di prodotti finanziari ottenuto mediante oggettivi algoritmi quantitativi di ottimizzazione finanziaria il più simile possibile a un portafoglio modello, dati i vincoli di indirizzo e quelli definiti dal cliente.

2.2.1 Informativa alla clientela

Il Gruppo UBI si impegna a servire al meglio gli interessi della clientela, fornendo ai clienti esistenti o potenziali informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate in tempo utile affinché gli stessi possano ragionevolmente comprendere la natura e le caratteristiche dei prodotti e dei servizi di investimento e possano quindi giungere a una scelta consapevole in maniera informata.

Informativa ex-ante

a. Scheda Prodotto

Con la finalità di consentire al cliente di prendere una decisione consapevole circa l'acquisto di uno strumento finanziario, il Gruppo UBI Banca mette a sua disposizione in tempo utile⁷ una Scheda Prodotto, contenente un'informativa unitaria ed esaustiva sulle caratteristiche e sui rischi dell'investimento.

La Scheda Prodotto è predisposta per tutti i prodotti di propria emissione e di terzi⁸, se collocati dal Gruppo e presenti nel catalogo commerciale relativo al servizio di consulenza in materia d'investimenti finanziari, con l'eccezione:

- dei prodotti d'investimento assicurativi⁹, per i quali il Gruppo assolve agli obblighi informativi tramite consegna della scheda sintetica del prospetto informativo e del *Key Information Document* (KID) predisposti dalle imprese emittenti. Dal 1

⁷ Le schede prodotto sono consegnate al cliente antecedentemente alla negoziazione sul mercato secondario, sia nel caso in cui il prodotto sia raccomandato dalla Banca, sia quando il prodotto sia acquistato dal cliente di propria iniziativa, indipendentemente dal fatto che egli abbia o meno sottoscritto il contratto di consulenza.

⁸ Compresi i prodotti complessi.

⁹ Per prodotti di investimento assicurativo si intendono: polizze unit linked, index linked e multiramo, prodotti finanziari di capitalizzazione, polizze di Ramo I.



gennaio 2019, per i prodotti di investimento assicurativi, la Banca provvederà alla consegna del c.d. Documento Informativo Precontrattuale (DIP) Aggiuntivo in luogo dell'informativa IVASS/Consob attualmente in vigore (Nota informativa e scheda sintetica);

- dei fondi comuni d'investimento, delle SICAV e degli ETF, per i quali il Gruppo assolve gli obblighi informativi tramite consegna, a suo carico, del KID o del KIID predisposto dall'ente emittente¹⁰;
- dei prestiti obbligazionari negoziati da clientela professionale/qualificata per i quali la normativa di riferimento non richiede la redazione di un prospetto;
- dei titoli di Stato in asta o collocati sul mercato secondario.

La scheda prodotto è consegnata sia ai clienti al dettaglio sia ai clienti professionali e alle controparti qualificate.

Con l'entrata in vigore della normativa MiFID II, sono state effettuate modifiche su tale documentazione in particolare per quanto attiene l'integrazione delle informazioni relative al *Target Market*, ai costi e oneri legati allo strumento, all'indicazione di specifici conflitti d'interesse, ai rischi connessi al prodotto finanziario e le analisi di scenario.

Il Gruppo UBI ritiene caratterizzati da elevato grado di complessità - e quindi meritevoli di "attenzione rafforzata" - i prodotti classificati come a complessità "Elevata" e "Massima"; per questi prodotti il Gruppo predispone adeguate schede informative, oltre che in caso di collocamento sul mercato primario, anche quando

essi siano inseriti nei cataloghi commerciali e negoziati sul mercato secondario.

b. Key information Document (KID)

Qualora offra alla clientela strumenti finanziari rientranti nel perimetro dei **prodotti di investimento retail e assicurativi preassemblati** (cd. PRIIPs), individuati dai *Regolamenti* (UE) n. 1286/2014 e (UE) n. 2017/653, il cui valore è soggetto a fluttuazioni causate dall'esposizione a variabili di riferimento non direttamente acquistate dall'investitore, il Gruppo mette a disposizione del cliente il *Key Information Document* (KID), in tempo utile per consentirgli di prendere una decisione consapevole sull'investimento.

Il KID è prodotto internamente per i prodotti finanziari di propria emissione destinati alla clientela al dettaglio e acquisito dal manufacturer per i prodotti di terze parti.

Le sezioni del KID riportano le informazioni principali in linea con le previsioni della vigente normativa (informazioni sul prodotto - tipologia, obiettivi, target market, scadenza etc.- e sul manufacturer; indicatore sintetico di rischio (SRI) ottenuto dalla combinazione tra classe di rischio mercato e classe di rischio credito; stima della massima perdita possibile; indicazione di illiquidità; diversi scenari di performance, calcolati con orizzonti temporali e metodologie standardizzate; impatto di una potenziale insolvenza del manufacturer; costi del prodotto; andamento ed impatto nel tempo con indicazione della composizione dei costi - una tantum, ricorrenti, accessori; holding period raccomandato, con indicazione delle modalità di disinvestimento e delle relative conseguenze e/o vincoli.)

Il KID è consegnato al cliente al dettaglio sia per i prodotti collocati sul mercato primario sia per i prodotti negoziati sul mercato secondario, indipendentemente dalla sottoscrizione del contratto di consulenza.

¹⁰ Il KIID sarà sostituito dal KID a partire dal 1 gennaio 2020.



E' stato previsto che il prodotto rientrante nella categoria PRIIPS, sprovvisto di KID, non possa essere offerto alla clientela al dettaglio.

c. Documento informativo precontrattuale aggiuntivo

A partire dal 1 gennaio 2019, qualora offra alla clientela prodotti di investimento assicurativi (IBIPs), in ottemperanza a quanto normato dal Regolamento IVASS n. 41/2018, il Gruppo metterà a disposizione del cliente il *Documento Informativo Precontrattuale Aggiuntivo per i prodotti di investimento assicurativi* in luogo dell'informativa precontrattuale IVASS/CONSOB attualmente in vigore (i.e. Nota informativa e Scheda sintetica). Tale documento fornisce le informazioni integrative e complementari, diverse da quelle pubblicitarie, rispetto alle informazioni contenute nel KID, necessarie affinché il contraente possa acquisire piena conoscenza del contratto assicurativo.

d. Informativa su costi, oneri e inducements

In ottemperanza alle disposizioni contenute nella Direttiva MiFID II e nel Regolamento Delegato UE 2017/565, il Gruppo consegna ai clienti (*retail*, professionali e qualificati) un'informativa esaustiva sui costi e sugli oneri relativi ai servizi di investimento prestati e agli strumenti finanziari raccomandati o offerti in vendita e sugli incentivi percepiti dal Gruppo, indicandone l'impatto complessivo sulla redditività dell'investimento.

L'informativa relativa a costi e oneri dei prodotti finanziari e dei servizi ed agli incentivi direttamente riconducibili a una singola operazione riporterà gli stessi in forma aggregata e in forma analitica, sia in termini di valore monetario assoluto sia in termini percentuali, con il relativo impatto sulla redditività dell'investimento declinato in tre scenari di

rendimento ipotetici (scenario favorevole, scenario stabile e scenario sfavorevole).

Viene inoltre fornita in sede di apertura dei rapporti intrattenuti con i clienti un'informativa esemplificativa dei costi e oneri connessi ai servizi di investimento/accessori quali:

- spese una tantum per la prestazione di un servizio di investimento (commissioni di deposito, costi di trasferimento etc.);
- spese correnti per la prestazione di un servizio di investimento (commissioni di consulenza, di gestione, di custodia etc.);
- costi per le operazioni avviate durante la prestazione di un servizio di investimento (commissioni di intermediazione, imposte di bollo, commissioni della piattaforma di negoziazione etc.);
- spese per servizi accessori (costi di ricerca, costi di custodia etc.);
- costi accessori (commissioni di performance etc);

La rappresentazione dei costi e degli oneri viene fornita attraverso specifici format in funzione delle tipologie di prodotti

Informativa ex-post

Il Gruppo fornisce ai clienti un'adeguata informativa *ex-post* attraverso la rendicontazione dei servizi d'investimento.

a. Rendiconto Finanziario

Indipendentemente dalla frequenza di operatività del cliente e dalla prestazione del servizio di consulenza è prevista la consegna trimestrale di un Rendiconto Finanziario ai sensi del TUF, contenente, tra le altre informazioni:

- fair value (valore relativo alla data di redazione del rendiconto, al fine di "consentire al cliente di svolgere valutazioni sull'andamento dei propri investimenti");



- valore di realizzo¹¹ (valore relativo alla data di redazione del rendiconto, al fine di “consentire al cliente di svolgere valutazioni sull’andamento dei propri investimenti”).

Il Rendiconto Finanziario non contiene informazioni sulle polizze a contenuto finanziario e sulle gestioni patrimoniali individuali: queste ultime sono rendicontate a cura delle SGR, mentre le polizze vita sono rendicontate dalle compagnie assicurative.

b. Rendiconto periodico sull’adeguatezza

Per i clienti sottoscrittori del servizio di consulenza in materia di investimenti è prevista la consegna di un rendiconto periodico dell’adeguatezza che riporti, oltre alle informazioni di cui sopra su *fair value* e valore di realizzo, i seguenti contenuti minimi:

- profili del cliente risultanti dal questionario MiFID;
- analisi degli investimenti ed adeguatezza degli stessi rispetto al profilo del cliente come risultante dalla compilazione del questionario di profilatura;
- numerosità e oggetto delle raccomandazioni erogate dalla Banca;
- motivazioni per cui il portafoglio del cliente corrisponde alle sue preferenze, ai suoi obiettivi e alle sue caratteristiche.

Come elemento addizionale e *non mandatory* è prevista la presentazione dello **scenario macro-economico** e un commento sull’andamento dei **mercati finanziari** con il supporto di sezioni grafiche relative all’asset allocation del portafoglio

del Cliente suddivise per macro asset class e rischio cambio.

Tale informativa è fornita con frequenza almeno annuale, diversificata in funzione del Modello di Servizio di consulenza sottoscritto dal cliente, del suo profilo di rischio e della presenza nel portafoglio di prodotti di particolare complessità¹².

c. Rendiconto periodico dei costi e oneri

In conformità alle previsioni normative esterne, il Gruppo comunicherà annualmente - a chiusura esercizio - al cliente tutti i costi e oneri da questi effettivamente sostenuti nell’anno per gli strumenti finanziari in portafoglio e per i servizi di investimento o accessori utilizzati, in forma aggregata, sia in termini di valore monetario assoluto sia in termini percentuali, illustrando il relativo impatto cumulativo sulla redditività dell’investimento.

Qualora il cliente ne faccia espressa richiesta, il rendiconto costi ed oneri sarà fornito in modalità analitica.

Il rendiconto periodico dei costi e oneri costituisce un documento informativo separato dalle altre comunicazioni effettuate al cliente; al cliente che ne faccia richiesta sarà inoltre fornita la rappresentazione analitica dei costi e degli oneri relativi agli strumenti finanziari e ai servizi d’investimento e accessori, nelle modalità e con il dettaglio previsti normativamente. Il rendiconto include i dettagli su base individuale in merito all’importo effettivo degli incentivi.

Unitamente al rendiconto per i clienti sottoscrittori di Gestioni Patrimoniali, OICR o prodotti finanziario-assicurativi privi di contratto di consulenza è prevista documento una sezione aggiuntiva contenente informazioni sulla rischiosità del portafoglio e il grado di diversificazione dello stesso.

¹¹ Per presumibile valore di realizzo si intende il controvalore del prodotto finanziario, al lordo delle commissioni, che si potrebbe ottenere vendendo il titolo.

¹² Per i clienti che detengono prodotti “black list” la periodicità è semestrale.



d. Segnalazione perdite superiori al 10%

Il Gruppo informa i clienti che detengano in portafoglio **strumenti finanziari con effetto leva o con passività potenziali**¹³ qualora il valore iniziale degli stessi subisca un deprezzamento del 10% (e, successivamente alla prima informativa, di multipli del 10%), entro la fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata.

2.3 Competenze del personale

Sono state individuate le risorse che operano nell'ambito delle prestazioni di servizi di investimento e che prevedono il contatto con la Clientela (con riferimento sia all'erogazione di servizio di Consulenza che alla c.d. *Giving Information*).

Sulla base di un algoritmo di calcolo che tiene conto dell'esperienza maturata da ciascuna risorsa e del relativo titolo di studio è stato determinato (e sarà mantenuto nel tempo), per ciascun dipendente così individuato, uno specifico "attributo di ruolo" tra quelli previsti:

1. **Consulente:** colui che si qualifica idoneo ai sensi dell'art. 80 del Regolamento Intermediari;
2. **Aspirante Consulente:** colui che non si qualifica idoneo ai sensi dell'art. 80 del Regolamento Intermediari e pertanto necessita di supervisione nello svolgimento delle attività connesse ai servizi di investimento e accessori;
3. **Consulente Supervisore:** colui che possiede da almeno tre anni le conoscenze e le competenze idonee ai sensi dell'articolo 80 del Regolamento Intermediari nonché le abilità e le risorse necessarie per fungere da supervisore e che non abbia subito, nello stesso periodo,

provvedimenti disciplinari o sanzionatori nello svolgimento delle attività. Oltre a ricoprire le mansioni di Consulente è abilitato all'attività di supervisione degli Aspiranti Consulenti.

Per tutti i dipendenti a cui è attribuita una "mansione MiFID II", il gruppo UBI ha inteso garantire il possesso di questi requisiti attraverso la realizzazione del seguente palinsesto formativo.

Anno 2017

A partire da maggio 2017 sono state formate 3.500 persone circa nei Ruoli Affluent, Small Business, Referenti Clienti non laureati o non Consulenti Finanziari; mentre i restanti 5.400 ca dipendenti sono stati valutati già in possesso dei requisiti indicati dalla Direttiva MiFID II. La formazione è stata erogata nelle seguenti modalità:

- Rilevazione delle conoscenze - Al fine di avere una mappatura iniziale del livello di conoscenze agli iscritti al percorso formativo, è stata erogata una sessione di Rilevazione delle conoscenze su base volontaria.
- Formazione in aula (circa 200 sessioni) - 3 giorni consecutivi di formazione a docenza esterna. Al termine di ogni giornata formativa è stata sottoposta alle risorse un'esercitazione in aula per la verifica dell'apprendimento, nonché un test finale (non valutativo) al termine delle 3 giornate d'aula.
- Piattaforma di allenamento - Piattaforma di allenamento online (Piattaforma "Profinanza" fornita da ABI Formazione) disponibile per le risorse iscritte al percorso formativo.
- Dispense di autoformazione
- Community Yammer - Le risorse, a seguito di iscrizione volontaria alla community, hanno potuto condividere approfondimenti relativamente alle tematiche oggetto della formazione, nonché postare dubbi o domande

¹³ A titolo esemplificativo: OICR, ETF, ETC, ETN a leva, leveraged certificates, covered warrants, strumenti finanziari derivati OTC etc.



a cui hanno risposto gli “Esperti UBI”. Pubblicazione settimanale di articoli, glossari e post per stimolare la collaboration. L’Esperto Risponde - approfondimento a distanza (call conference) con esperti UBI sulle tematiche definite da ESMA

Anno 2018

Per rispondere all’obbligo normativo previsto da MiFID II in merito alla formazione professionale, nel 2018 è stata prevista per tutto il personale che svolge attività connesse ai servizi di investimento e accessori (“perimetro MiFID II “):

Formazione online di Manutenzione - Aggiornamento

moduli formativi online, ai fini del mantenimento di qualifiche idonee e aggiornamento di conoscenze e competenze indicate dalla normativa di riferimento, per tutte le risorse nel perimetro MiFID II per un totale di 30 ore a seguito di un test assessment preventivo. I percorsi si concludono con un test di verifica online.

Formazione online per il “dimezzamento dell’esperienza”

60 ore di formazione online dedicati al dimezzamento del periodo necessario per acquisire il ruolo di Consulente. Al termine del percorso è previsto un Test di verifica finale che si intenderà superato dai candidati che risponderanno esattamente al 60% dei quesiti proposti.

2.4 Mercati

Obiettivo del cantiere “mercati” è stato quello di conformare il processo operativo di prestazione dei servizi di investimento¹⁴ alle novità regolamentari, con specifico riferimento ai seguenti ambiti.

2.4.1 Transaction Reporting

UBI Banca ha scelto di comunicare alle Autorità di Vigilanza di competenza, al più tardi entro la fine del giorno lavorativo seguente, le informazioni di dettaglio previste dalla normativa relativamente all’attività svolta in strumenti finanziari a perimetro¹⁵ su una trading venue o OTC, sulla base di un tracciato di segnalazione predefinito più completo rispetto a quanto previsto da MiFID I, per il tramite di ARM (Approved Reporting Mechanism) autorizzati.

Con specifico riferimento alla pubblicazione delle operazioni effettuate (trasparenza post negoziazione), UBI Banca si avvale del dispositivo di pubblicazione autorizzato (c.d. APA).

Il nuovo tracciato prevede tra l’altro la trasmissione del Legal Entity Identifier, o codice LEI; un sistema di identificazione univoco valido globalmente, definito secondo lo standard internazionale ISO 17442:2012, che tutte le persone giuridiche titolari di conto titoli presso intermediari finanziari sono obbligati a richiedere, pena il blocco dell’operatività sui mercati finanziari.

Oltre agli interventi informativi di integrazione del previgente tracciato informativo UBI ha posto in essere misure/processi interni/presidi organizzativi atti ad assicurare la completezza, esattezza e tempestività della trasmissione delle comunicazioni.

2.4.2 Sincronizzazione degli orologi

In quanto partecipante ad uno o più sedi di negoziazioni UBI ha proceduto alla sincronizzazione degli orologi rispetto al Tempo Universale Coordinato (UTC), emanato e mantenuto dai centri di metrologia riconosciuti, utilizzati per registrare data e ora degli eventi che

¹⁴ Ricezione e trasmissione ordine, esecuzione ordini per conto dei clienti e negoziazione in conto proprio.

¹⁵ ESMA aggiorna con cadenza giornaliera, in apposito data base consultabile, l’elenco degli strumenti finanziari in perimetro.



possono essere oggetto di negoziazione (es. trasmissione dell'ordine, rilevazione dell'eseguito, cancellazione di un ordine, ecc.).

Sono stati previsti gradi di precisione differenziati per quanto concerne la divergenza massima rispetto all'UTC e la granularità della marcatura temporale (i.e. timestamp) sulla base della tipologia di operazioni effettuate.

2.4.3 Best Execution

A seguito del recepimento nell'ordinamento giuridico italiano della Direttiva 2014/65/UE in tema Best Execution UBI Banca ha:

- riorganizzato le strategie di esecuzione in coerenza con la nuova identificazione in classi di strumenti finanziari ESMA;
- introdotto il reporting annuale sulle prime 5 sedi di esecuzione (esecuzione ordini) e sui primi 5 Broker (RTO), suddiviso per classi di strumenti finanziari ESMA, per tipologia di clientela e operazioni di finanziamento tramite titoli (pronti contro termine);
- introdotto il reporting trimestrale sulla qualità delle sedi di esecuzione;
- rafforzato le previsioni in materia di monitoraggio della qualità delle strategie di esecuzione e introduzione della relazione di valutazione annuale, valutando tra le altre le informazioni derivanti dal reporting di cui ai precedenti punti.

Al fine di offrire un elevato livello di protezione ai propri Clienti volto a garantire la migliore esecuzione possibile, UBI Banca ha ritenuto, in via generale, di non differenziare i criteri di valutazione dei fattori alla base delle proprie strategie di esecuzione degli ordini, riorganizzate in coerenza con la nuova identificazione in classi di strumenti finanziari ESMA, in base a:

- la classificazione ai fini MiFID della Clientela;¹⁶
- gli strumenti finanziari oggetto dell'ordine;
- le sedi di esecuzione;

e ha attribuito un ordine di importanza ai fattori che si è ritenuto possano assicurare in modo duraturo la *best execution* ai propri Clienti.

Conformemente allo specifico disposto normativo UBI Banca esegue l'ordine per conto del Cliente tenendo in primaria considerazione il "corrispettivo totale" (c.d., *total consideration*), che è costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione, che includono tutte le spese sostenute dal Cliente direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine, comprese le competenze della sede di esecuzione, le competenze per la compensazione e il regolamento e qualsiasi altra competenza pagata a terzi in relazione all'esecuzione dell'ordine.

Ulteriori fattori che si ritiene possano assicurare in modo duraturo la *best execution* sono:

- rapidità di esecuzione;
- probabilità di esecuzione: questo fattore varia in funzione della struttura e della "profondità" (numero di controparti disponibili/volumi scambiati) della sede di esecuzione presso la quale lo strumento finanziario può essere negoziato;
- probabilità di regolamento e le caratteristiche dei sistemi di compensazione: questo fattore dipende dalla capacità dell'intermediario di gestire efficacemente in modo diretto o indiretto la compensazione e il regolamento degli strumenti finanziari negoziati scegliendo

¹⁶ Restano escluse le controparti qualificate, salvo nei casi in cui la controparte qualificata non chieda in via generale o per singola negoziazione di essere trattata come Cliente i cui rapporti con l'impresa di investimento sono soggetti agli obblighi di *best execution*.



opportunamente le modalità di regolamento associate all'ordine eseguito;

- dimensione dell'ordine e natura dello strumento finanziario (ad es. strumento illiquido).

L'*Execution e Transmission Policy* adottata da UBI Banca prevede che sia compito delle strutture facenti capo all'Area Finanza valutare in maniera continuativa, nell'ambito dell'attività di revisione periodica – ovvero ad evento - dalle politiche di esecuzione e trasmissione degli ordini, se le sedi di esecuzione e i broker selezionati (o i loro dispositivi d'esecuzione) assicurano, in maniera duratura, il raggiungimento del miglior risultato possibile per il cliente.

E' previsto che le citate strutture si avvalgano, in aggiunta ad un applicativo *software* anche delle informazioni pubblicate dalle sedi di esecuzione oltre che delle evidenze emerse dall'attività di *reporting* annuale prevista dal Regolamento Delegato 2017/576.

2.4.4 *Pre e post trade transparency*

Con riferimento alle novità regolamentari che ampliano il regime di trasparenza pre e post-negoziazione, attualmente previsto per le azioni, ad un perimetro più ampio di strumenti equity e non equity, UBI ha definito ex-novo ed implementato proceduralmente modalità, tempistica, struttura e contenuto informativo delle pubblicazioni sui dettagli delle operazioni sia di negoziazione per conto proprio (compreso il portafoglio di proprietà) che per conto terzi (esecuzione di ordini per conto dei clienti).

2.4.5 *Negoziazione Algoritmica*

UBI Banca ha escluso dal proprio perimetro di attività la **negoziazione algoritmica** sia in relazione a strategie di market making, sia in relazione a operatività ad alta frequenza, mentre ha

stabilito di limitare la negoziazione algoritmica ai servizi esecutivi rivolti alla clientela, nell'ambito dei servizi di ricezione e trasmissione di ordini e esecuzione di ordini per conto dei clienti.

3. **Sviluppi futuri**

Non v'è dubbio che i tempi di metabolizzazione dei cambiamenti insiti nel nuovo assetto normativo siano fisiologicamente abbastanza lunghi, soprattutto in un sistema finanziario prevalentemente banco-centrico quale è quello italiano, che per struttura dimensionale e complessità organizzativa ha una velocità di sterzata limitata, senza peraltro sottovalutare che certi cambiamenti epocali necessitano di ingenti investimenti a copertura dei costi implementativi.

Alcuni aspetti, oggi presenti solo in nuce, manifesteranno compiutamente i propri effetti solo in un prossimo futuro:

- **L'integrazione verticale tra *manufacturer e distributor***, i vincoli normativi in termini di politiche di distribuzione, la necessità di attivare scambi informativi tra asset manager e canali distributivi e di mantenerli nel tempo, comporteranno necessariamente il passaggio da una architettura aperta, non più sostenibile in termini di costi di gestione sottesi, ad una architettura guidata, in grado di assicurare maggiori economie di scala, ossia di attenta selezione degli asset manager in considerazione dei vari elementi di qualità (performance, rischio, performance ponderata per il rischio, persistenza della capacità di generare valore, etc) al fine di costruire portafogli effettivamente funzionali ai bisogni della clientela.

- **l'impatto della tecnologia** aprirà sempre più le porte a nuovi attori (i c.d. GAFA¹⁷ – Google, Apple, Facebook e Amazon - o le Fintech) che possono penetrare nel mercato a costi di produzione molto più bassi e con delle value proposition molto accattivanti essendo già customer centrici, già abituati cioè ad utilizzare i dati di profilatura in maniera molto più penetrante di quanto le banche sin'ora siano state in grado di fare.
- **i cambiamenti strutturali in corso nella configurazione demografica** comporteranno una segmentazione naturale dei bisogni. Nel momento in cui si vogliono conquistare quote di mercato o anche difendere le proprie bisogna tener conto che i bisogni si divaricheranno sempre più. I millennials hanno un atteggiamento verso la finanza diametralmente diverso dai baby boomers cioè da coloro che ancora per diversi lustri deterranno il grosso della ricchezza: mentre i millenials andranno verso strutture di servizio a bassissimo costo, con un livello di lealtà bassissimo, una mobilità molto alta e quindi catturabili soltanto attraverso processi di natura tecnologica; il mondo che ancora detiene l'85% della ricchezza finanziaria nel nostro paese ha bisogni radicalmente diversi. Oltre al bisogno di facilità di accesso per cui la tecnologia sarà sicuramente d'aiuto, aumenterà il bisogno di servizi diversi, di più tempo dedicato alla soluzione di problematiche che non sono esclusivamente finanziarie, ma facenti parte di un perimetro più ampio, comprendendo ad esempio esigenze di natura successoria, immobiliare, previdenziale e fiscale.

Una modalità di consulenza che diventa più ampia, più relazionale, ma anche molto più costosa da realizzare.

- **il fattore “umano”** assumerà sempre più una valenza strategica.
Se non v'è dubbio che le conoscenze “tecniche” rappresentano l'ingrediente base, ciò che farà la differenza nel futuro sarà la capacità di generare rapporti fiduciari. Sarà sempre più indispensabile andare al di là delle tecniche di comunicazione unidirezionale per riuscire a convincere, tipiche di un mondo orientato alla vendita, ma saper attivare pratiche relazionali di psicologia cognitiva, che si stanno elaborando in altri settori (soprattutto quello medico), e che consentano di entrare nella logica del cliente, di capirne le dinamiche e di interpretarne i bisogni latenti. Ed è questo elemento la vera scommessa per il futuro, il vero punto di differenziazione tra gli intermediari nel rapporto con il cliente.

Nello specifico, dopo aver adeguato i propri servizi alle prescrizioni normative, UBI Banca sta lavorando per offrire, nei prossimi mesi, un servizio personalizzato, caratterizzato da professionalità e capacità consulenziale, realizzato attraverso supporti tecnologici avanzati e di facile utilizzo, che consenta un'analisi e una consulenza Globale.

Parliamo di **Consulenza Globale e Life Cycle**, con livelli di servizio personalizzati e rivolti a tutte le esigenze dei clienti, non solo finanziarie. Possibilità di definire la consulenza a livello di nucleo familiare o relazionale del cliente, analisi del patrimonio finanziario globale, includendo anche quanto depositato presso altri istituti, del patrimonio non finanziario, comprensivo della componente reale (patrimonio immobiliare, aziendale).

¹⁷ Al momento sono entrati nel mondo transazionale dei pagamenti però stanno pensando a come “attaccare” aree a maggior valore aggiunto quali ad es quello dell'intermediazione finanziaria



Non solo, sono anche previsti servizi di supporto alla pianificazione successoria e di consulenza in ambito previdenziale e di protezione. Un percorso guidato di sensibilizzazione e attribuzione di priorità alle diverse aree di rischio e di bisogno per aiutare il cliente ad identificare e costruire una soluzione assicurativa e previdenziale coerente con la situazione attuale e prospettica sua e del suo nucleo familiare.

In conclusione se è vero che il nuovo paradigma regolamentare è caratterizzato da una notevole complessità, è altrettanto certo che rappresenta un contesto sfidante, dove vincente risulta essere la capacità di avere una visione di lungo periodo e di attivare modelli di servizio flessibili in grado di adattarsi al continuo mutamento dei mercati e delle esigenze dei clienti.