

QUESTA MIFID VA PROPRIO SEMPLIFICATA

Dalla parte del cliente investitore: siamo sicuri che, applicata in questo modo, garantisca una maggiore tutela? Incongruenze e difficili interpretazioni di regole giuste usate ancora male



Roberto Lenzi

■ di Roberto Lenzi
Studio Legale Lenzi & Associati

L'impatto con la MIFID da parte del risparmiatore comune potrebbe paragonarsi (per usare un eufemismo) a quella di un qualunque soggetto, non esperto del ramo aeronautico, che si trovi a sfogliare un kit ove vengono indicate le procedure e gli schemi di riferimento per assemblare un Boeing 747, il famoso Jumbo jet.

Chi, trovandosi di fronte alla montagna di carta da firmare per adeguarsi alla nuova normativa, sottoposta dagli intermediari ai clienti per tutelarne al meglio i diritti (almeno in linea di principio), non ha provato un senso di disorientamento, per non dire fastidio?

Non solo il semplice risparmiatore; ma anche consulenti e soggetti a vario titolo partecipanti a questo processo.

Addirittura, la Mifid potrebbe essere paragonata al Giano bifronte,

la divinità bicefala raffigurata nella mitologia con due facce contrapposte.

Infatti, nelle intenzioni del legislatore (e quindi sotto il profilo di principi ideali) la Mifid doveva rappresentare l'occasione per obbligare banche, sim, sgr e intermediari finanziari all'osservanza di nuove regole, adeguandone la struttura organizzativa e riqualificando la prestazione dei loro servizi.

DECINE DI MODULI

Ma cosa è accaduto realmente? L'applicazione della normativa è stata coerente con i principi? E' indubbio che il processo abbia comportato un corposo (e costoso) impegno per gli intermediari, anche se con un ovvio e consequenziale appesantimento burocratico-amministrativo nell'operatività con la clientela, che ha dovuto firmare decine di moduli, molti dei quali neppure letti o esaminati.

Il dubbio che sorge, a parere di

chi scrive, è che le procedure di vendita di un servizio finanziario, più che essere mirate a tutelare il risparmiatore, sembrano create per difendere (ma complicandone la vita) le banche nell'operatività quotidiana (a costi elevati, peraltro, e scaricabili su chi?) da possibili contestazioni da parte della clientela, dopo i casi Cirio, Parmalat e Argentina (a posteriori anche Lehman Brothers).

D'altra parte, è cronaca come molti quadri bancari abbiano effettuato una vera e propria levata di scudi contro i pesanti budget di vendita di prodotti finanziari ad alta redditività (per gli Istituti di credito) imposti dal proprio management direttivo, trascurando le esigenze ed i bisogni della clientela. E' questa la riqualificazione del servizio?

Ma possiamo indicare anche altri esempi che sono figli della nuova normativa.

LA PROFILATURA

Proviamo a pensare alla "profilatura" ed alla valutazione del cliente.

Ci si trova di fronte nella generalità dei casi ad un sistema di monitoraggio complicato che non porta necessariamente a rilevare il vero profilo finanziario del cliente.

In parte, perché il cliente sottoscrive un questionario, in base ad un'autovalutazione, dove viene indicata la propria attitudine al rischio nelle decisioni di investimento. La reale tolleranza al rischio da parte di un cliente è veramente corrispondente a quella che lo stesso autodichiara? Onestamente vi è da dubitarne.

In parte, perché la descrizione di rischiosità del cliente è calcolata, nella maggior parte dei casi, sullo strumento e non sul cliente.

Pensiamo, infatti, all'esempio di un cliente che vuole aprire due dossier (gestiti o amministrati); il primo, che rappresenta l'80% dei suoi asset con un profilo prudente; l'altro, per il residuo 20%, investito in attività a rischio. Ebbene, in questi casi è normale assistere ad un'unica profilatura: aggressiva o a rischio. In altre parole, si tiene conto del prodotto/servizio collocato e non del portafoglio globale.

Inoltre, il profilo del cliente viene ri-

**“
Inoltre, per quanto riguarda la clientela privata, sono stati introdotti tre criteri differenti: adeguatezza, appropriatezza e semplice esecuzione di ordini, che hanno lo scopo di agevolare gli intermediari a migliorare la conoscenza della clientela...
Ma siamo sicuri che il fine sia stato raggiunto anche sotto questo aspetto?
”**

visto periodicamente? Non è forse vero che il ciclo di vita di una persona può cambiare? Ovvero che le aspettative e i criteri di riferimento possono mutare per variabili successive? Il rischio è che il cliente, così come delineato, potrebbe pertanto non essere nel tempo adeguato.

A distanza di due anni dall'avvio della Mifid, ci sono stati interventi in questo senso?

IL CONFLITTO DI INTERESSI

Per altro aspetto, non sono mancati casi in cui, in materia di informativa su un potenziale conflitto di interessi tra cliente e intermediario, quest'ultimo abbia adempiuto agli obblighi Mifid solamente al momento dell'apertura del rapporto, rilasciando una generica dichiarazione ad hoc, ma riferita astrattamente al possibile e potenziale conflitto. Senza, poi, informare specificamente il cliente successivamente in occasione di una singola operazione riconducibile al conflitto di interessi stesso.

Inoltre, per quanto riguarda la clientela privata, sono stati introdotti tre criteri differenti: adeguatezza, appropriatezza, e semplice esecuzione di ordini (cosiddetta *only execution*), che hanno lo scopo di agevolare gli intermediari a migliorare la conoscenza della clientela e, quindi, a consentire migliori prestazioni dei propri servizi di investimento.

Ma siamo sicuri che il fine sia stato raggiunto anche sotto questo aspetto?

Infatti, al di fuori dell'ipotesi di *only execution* (richiesta tipicamente dal cliente "fai da te", per strumenti non complessi e, di fatto, attraverso mezzi telematici) la maggior parte degli intermediari (prevalentemente di medio-grandi dimensioni) non concede alla clientela una profilatura che si limiti alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti (la cosiddetta "appropriatezza", così come richiesta dalla normativa Mifid).

Viene richiesta, invece, una profilatura più complessa (cosiddetta "adeguatezza"), stabilita come re-

gola base dalla normativa solo per il servizio di gestione patrimoniale e di consulenza.

Il tutto giustificato (con il beneplacito della Consob) dal fatto che il servizio di negoziazione viene offerto insieme ad uno di consulenza gratuito.

Fatto è che il cliente sarà costretto a fornire all'intermediario non solo le informazioni relative alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti (previste come accennato per l'appropriatezza), ma anche quelle, più delicate, relative alla sua situazione finanziaria e patrimoniale ed ai suoi obiettivi di investimento (necessarie per la "adeguatezza").

In altre parole, la clientela o si adegua a fornire le informazioni, ricevendo anche una consulenza (non richiesta), o è costretta a rivolgersi ad altro intermediario.

LA BEST EXECUTION

E che dire del sistema di *best execution*?

Previsto come obbligo per gli intermediari di eseguire gli ordini della clientela alle "migliori condizioni" nell'ambito della piattaforma di negoziazione predisposta, tiene in considerazione diversi fattori oltre il nudo e crudo prezzo di cambio.

Questi sono:

- la liquidabilità dello strumento;
- le commissioni applicate dall'intermediario;
- la data di esecuzione;
- la velocità di esecuzione;
- la probabilità di esecuzione;
- la dimensione dell'ordine;
- la natura dell'ordine.

Alcuni intermediari, addirittura, usano piattaforme che consentono di rilevare il prezzo migliore anche se la qualifica di prezzo "migliore" non è di semplice individuazione. In ogni caso, l'elemento "migliore" è lasciato alla discrezionalità dell'intermediario.

Tutto ciò è principio corretto o è solo un miraggio?

E' pensabile che la clientela privata (ma, oserei dire, anche molti operatori qualificati del settore) possa essere in grado di verificare, ovvia-

mente solo ex post, la corretta applicazione del sistema?

Così come applicato, non necessariamente a danno della clientela, pare un sistema autoreferenziale, ove la figura di controllore e controllato in molti casi coincidono. Addirittura un recente rapporto del CESR (Committee of European Securities Regulators) ha messo in luce come, l'incremento delle piattaforme di negoziazione non abbiano né migliorato i costi commissionari, né la trasparenza.

L'OFFERTA DI CONSULENZA

Infine, la "consulenza", disciplinata come servizio di investimento e, quindi come attività riservata, solo quando consiste in una raccomandazione personalizzata al cliente, e per lui adatta, su uno specifico strumento di investimento.

In questo caso, il cliente si troverà di fronte ad un'offerta consulenziale diversa a seconda dei vari attori di questo processo.

Da una parte gli intermediari, a cui non è richiesto il requisito dell'indipendenza, vale a dire la neutralità di giudizio fornita.

Gli stessi potranno fornire il servizio ancorché siano distributori, sotto altro profilo, di prodotti finanziari e servizi di investimento, propri o di terzi.

E lo potranno fare fuori sede solamente con il supporto dei promotori finanziari che in quanto tali, non potranno elaborare il servizio di consulenza in proprio, ma distribuire quello del proprio intermediario di riferimento.

A condizione che vengano attuati presidi e misure di natura organizzativa idonei a separare le attività prestate contenendo il rischio di sconfinamento (siamo sicuri che siano veramente attuati efficacemente?) e con il requisito che il cliente sia informato laddove possa esistere un potenziale conflitto di interessi.

Da un'altra parte, invece, vi saranno società di consulenza e persone fisiche (anche promotori finanziari iscritti all'albo dei promotori, purché privi di mandato) che dovranno essere iscritte ad un apposito albo

per potere esercitare questa attività (a fine dicembre 2009 l'effettivo varo?). A questi soggetti viene richiesto, però, anche il requisito dell'indipendenza, necessario nella sostanza per potere fornire un giudizio neutrale e senza conflitto di interessi ancorché potenziale.

A queste figure possono affiancarsi anche altri soggetti (commercianti, avvocati, ecc.) iscritti in Albi professionali che non prevedano situazioni d'incompatibilità con l'attività di consulenza finanziaria. Costoro (fuori dall'ambito Mifid per espressa disposizione comunitaria) potranno svolgere (senza doversi iscrivere al costituendo albo) la consulenza come sopra delineata, a condizione che la stessa sia accessoria all'attività professionale svolta e non sia specificatamente remunerata.

Però il tema della consulenza, nonostante la Mifid la regolamenti con riferimento alle caratteristiche sopra delineate, non può necessariamente esaurirsi in tale ambito.

Vi sono anche altri spazi che, in certi casi si sovrappongono a quello sopra delineato.

I FAMILY OFFICE

Proviamo a pensare alla consulenza, ove le raccomandazioni sono di carattere generale, rivolte anche al singolo, ma prive del carattere dell'adeguatezza al profilo del cliente.

Oppure ancora alla consulenza cosiddetta "generica", tipica dei family o multi-family office e offerta generalmente, ma non necessariamente, a clientela di profilo medio-alto. Indicata espressamente solo dalla normativa europea è riconducibile a tutta quella attività di consulenza patrimoniale strategica che comprende sia la definizione dell'asset allocation del cliente con indicazione dei pesi e dalla tipologia (non il singolo strumento) di strumenti finanziari (financial planning), sia la pianificazione di ogni altro asset patrimoniale (immobiliare, societario, ecc) sotto l'aspetto finanziario, civilistico, fiscale, valutario, successorio e assicurativo.

Peraltra, l'attività di consulenza generica non si esaurisce solo sotto questo profilo; può infatti rilevarsi

diversamente (soprattutto con riferimento agli aspetti finanziari e assicurativi) in quei casi in cui venga ricompresa nell'esercizio, da parte di un intermediario di tutta l'attività preparatoria alla prestazione del successivo servizio d'investimento (la consulenza specifica ex Mifid).

Un quadro abbastanza ampio, in cui non è facile per l'utilizzatore finale (il risparmiatore) orientarsi.

POTER SCEGLIERE IL CONSULENTE ADATTO

In linea generale, dunque, sarebbe auspicabile che tutti coloro che vengono a contatto con il mondo della consulenza finanziaria (autonomamente o perché sollecitati) possano essere messi in condizione (dai media con una corretta informazione, ma anche dai consulenti come obbligo di trasparenza) di potersi orientare e di essere in grado di valutare le caratteristiche di ogni soggetto, scegliendo quello che si ritenga più adatto alle proprie esigenze. Ognuno, uno diverso dall'altro, diversamente regolato, con precise caratteristiche, posizionato in maniera differente e portatore di interessi diversi.

In altre parole, essere in grado di riconoscere, con una ragionevole certezza, il proprio interlocutore, con il supporto di elementi o modelli di trasparenza idonei ad identificare, nel caso, anche eventuali conflitti di interessi.

PRINCIPI GIUSTI, APPLICAZIONE DA RIVEDERE

E questo senza dovere ricorrere necessariamente, per le proprie esigenze finanziarie, al "fai da te"; giustificato, in linea di principio, per le tante fregature in cui tanti sono incorsi, ma irrealistico nella sua attuazione per la generalità dei soggetti. Forse che per ristrutturare un'abitazione si fa un corso accelerato di due/tre mesi in materia oppure si ricorre ad un esperto?

In conclusione, una Mifid permeata da un formalismo forse eccessivo; ove, ripeto, a fronte di un giusto principio bisognerebbe rivederla, correggendola e magari semplificandola, l'applicazione. ■

BANCHE & INTERMEDIARI, L'EFFETTO SUI BILANCI

■ di (*) avv. Fabrizio Vedana
Responsabile Servizi Legali
di Unione Fiduciaria S.p.A.

L'implementazione della Mifid da parte delle banche è mediamente costata circa 2 milioni di euro. Se a questo dato si aggiunge poi anche quello relativo al mancato guadagno derivante dall'introduzione del divieto di percepire retrocessioni sui fondi oggetto di gestioni patrimoniali, l'incidenza sui bilanci bancari è destinata a risultare ancor più rilevante.

GLI INTERVENTI OBBLIGATI DALLA MIFID

Gli interventi che più hanno inciso sono:

- l'adeguamento della documentazione contrattuale;
- l'adeguamento delle procedure informatiche al fine di consentire la gestione dei nuovi obblighi (profilazione cliente, segnalazione non appropriatezza e non adeguatezza, ecc.);
- l'implementazione dei nuovi obblighi concernenti la definizione della politica di gestione dei conflitti d'interesse e della nuova best execution;
- la strutturazione ed avvio del nuovo servizio di consulenza in materia di investimenti.

L'opera di modifica ed integrazione della contrattualistica (inclusa quella di tipo pre-contrattuale ovvero il questionario per la profilazione del cliente, informativa precontrattuale, ecc.) ha visto impegnate le banche ed in particolare gli uffici legali e di compliance nell'attività di recepimento dei nuovi obblighi introdotti dalla Mifid prima e nella successiva attività di raccolta delle

**Documentazione
contrattuale da rifare,
procedure informatiche da
adeguare: costi e mancati
guadagni conseguenti alla
nuova normativa non sono
ancora compensati
dai ricavi della consulenza**



Fabrizio Vedana

“
**Le procedure
hanno dovuto
far fronte
al nuovo obbligo
di gestire la best
execution delle
operazioni...**
”

sottoscrizioni dei nuovi contratti da parte della clientela vecchia e nuova, poi.

Una volta definiti i nuovi testi contrattuali ed individuati i nuovi obblighi, è stato inoltre necessario procedere con gli interventi di adeguamento delle procedure informatiche al fine di consentire:

- il caricamento delle informazioni richieste al cliente al fine di giungere alla stipula del contratto e, in particolare, alla determinazione del profilo di rischio del risparmiatore-investitore;

- la creazione di collegamenti tra il profilo di rischio assegnato al cliente e la sua operatività al fine di rendere possibile l'individuazione e la segnalazione al cliente stesso della eventuale non appropriatezza o non adeguatezza delle operazioni o dei servizi di investimento richiesti od offerti.

PIÙ COSTOSI I MERCATINI INTERNI

Le procedure hanno, inoltre, dovuto far fronte al nuovo obbligo di gestire la best execution delle operazioni anche utilizzando sistemi di negoziazione alternativi a quelli più tradizionali (le Borse valori o mercati regolamentati). Ed è forse su questo aspetto che più si è dibattuto e si continua a discutere: la possibilità offerta della Mifid di creare "mercatini" interni (ai quali possono accedere anche più banche), in presenza di compravendita di titoli non tradizionali, si sta rivelando più costosa di quanto si pensasse o sperasse. Infatti, la determinazione del prezzo dei titoli risente negativamente del fatto che sono pochi soggetti, e non il mercato, a formarlo.

I nuovi obblighi introdotti in ordine al conflitto di interessi hanno com-

portato, inoltre, una lunga opera di definizione, formalizzazione ed implementazione delle relative procedure di gestione di tali situazioni.

CONSULENZA QUASI AL PALO

Il cantiere forse più importante, almeno in termini di nuovo business, è quello relativo al nuovo servizio di consulenza che avrebbe dovuto, almeno in parte, compensare i mancati guadagni derivanti dall'introduzione del divieto di percepire retrocessioni dalle società di gestione dei fondi oggetto delle gestioni patrimoniali.

In realtà anche da questo fronte per ora non sono giunte molte soddisfazioni: certamente è stato fatto un importante passo in avanti in termini di assistenza alla clientela nella scelta degli investimenti. Per ora, tuttavia, nonostante gli sforzi profusi dal mondo bancario e finanziario per formare adeguatamente le persone destinate a fornire al risparmiatore/investitore un adeguato supporto consulenziale, non si può ancora dire che la clientela abbia percepito il maggior valore aggiunto dato dal consulente; pertanto non vi è ancora, fatta eccezione per alcune situazioni, sensibilità per capire che tale servizio aggiuntivo va separatamente remunerato.

PROFILATURA MIFID ANCHE PER LO SCUDO

Tale supporto consulenziale è destinato ad avere sempre maggiore importanza: prova ne è il recente provvedimento sullo scudo fiscale con il quale anche la Mifid deve fare i conti.

Come noto trattasi del Provvedimento con il quale il Governo italiano ha consentito ai contribuenti che detengono attività finanziarie all'estero, senza averlo comunicato al Fisco, di sanare l'illecito commesso. Al riguardo è bene precisare che non è stata prevista nessuna deroga alla profilatura del rischio ai sensi Mifid per i clienti che utilizzano lo scudo fiscale.

Gli intermediari italiani, allorché un cliente, avvalendosi della citata sanatoria, intenda sottoscrivere un contratto avente ad oggetto la pre-

stazione di un servizio di investimento (si pensi a quello di negoziazione titoli o alla classica gestione patrimoniale, ecc.) dovranno sottoporre alla clientela anche l'apposito questionario attraverso la cui compilazione sarà possibile definire il suo profilo di rischio. L'attribuzione del citato profilo di rischio consentirà all'intermediario di individuare l'investimento che si presenta più adeguato o appropriato per il cliente stesso.

In presenza di clienti che, nell'ambito di quanto previsto dalla circolare dell'Agenzia delle Entrate n. 43/E del 10 ottobre scorso, intendono avvalersi di una fiduciaria italiana per effettuare lo scudo, gli intermediari italiani, presso i quali verranno investiti i soldi rimpatriati, dovranno mettere quest'ultima nelle condizioni di poter raccogliere le informazioni necessarie a consentire loro (ovvero alla banca o alla sim) di definire il profilo di rischio del cliente per conto del quale la fiduciaria opera.

IL CASO DEL TRUST

Qualora, infine, il cliente che intende utilizzare lo scudo sia rappresentato da un Trust, l'intermediario dovrà verificare con attenzione la natura revocabile o irrevocabile dello stesso: nel primo caso, infatti, sarà bene definire il profilo di rischio nel solo e non tanto del Trust ma di colui (o coloro) che hanno costituito il Trust.

Insomma, con la Mifid intermediari e risparmiatori/investitori devono fare i conti sempre più frequentemente. Consola, forse e solo in parte, pensare che i nuovi adempimenti non riguardano solo le banche italiane ma tutti gli intermediari europei in quanto contenuti in un provvedimento di recepimento di una Direttiva comunitaria. La stessa Unione Europea si è però accorta, forse anche su sollecitazione di qualche Stato e delle associazioni bancarie ivi insediate, che qualcosa della Mifid non ha funzionato e per questo è stato aperto un nuovo "cantiere lavori" per giungere a quella che qualcuno ha già ribattezzato la Mifid light. Ma questa è storia futura. ■

“
L'attribuzione
del citato
profilo di rischio
consentirà
all'intermediario
di individuare
l'investimento
che si presenta
più adeguato
o appropriato
per il cliente
stesso...
”