

Le problematiche della consulenza finanziaria

Anna Vizzari

MIFID: una direttiva a tutela dei piccoli risparmiatori?

MIFID è l'acronimo di *Market in Financial Instruments Directive*. Individua una direttiva dell'Unione europea, la numero 39 del 2004 e successive modifiche, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che è stata recepita nell'ordinamento italiano solo con il D.Lgs. 17 settembre 2007 n. 164 (molte disposizioni sono partite il 1° novembre 2007; dunque l'Italia si è adeguata quasi al foto-finish). L'obiettivo della direttiva è duplice: creare una maggiore integrazione dei mercati finanziari a livello europeo e aumentare il livello di tutela per gli investitori. Le novità introdotte riguardano gli investitori, i mercati e gli intermediari. È stato abolito l'obbligo di eseguire le operazioni che hanno per oggetto le azioni quotate sui mercati regolamentati (ma anche sul mercato degli scambi multilaterali e attraverso i cosiddetti internalizzatori sistematici degli ordini). L'obiettivo è quello di generare concorrenza anche tra i diversi luoghi in cui è possibile eseguire gli scambi. Per questo motivo, gli intermediari dovranno fornire ai clienti informazioni sulla strategia di esecuzione degli ordini (la cosiddetta *execution policy*) e poi dovranno anche assicurare al cliente che la *policy* seguita fornisca il miglior risultato possibile (*best execution*), in termini di costi e prezzi, rapidità di esecuzione e sicurezza della transazione. Il servizio di consulenza finanziaria entra a far parte dei servizi e delle attività di investimento e, dunque, potrà essere svolto solo in via esclusiva da intermediari finanziari a ciò abilitati. Nel caso del servizio di *consulenza finanziaria* è essenziale l'applicazione da parte degli intermediari del *regime di adeguatezza*. Il prodotto deve essere offerto solo se è il più possibile "adatto" per lo specifico cliente. Questa importante precisazione è contenuta nell'articolo 52 della Direttiva 73/2006 e, quindi, nell'articolo 1 del TUF, oltre che essere ripresa nel Regolamento CONSOB n. 16190 del 2007. Un'operazione di investimento potrà essere ritenuta adeguata se soddisfa i seguenti criteri: corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente (in termini di rendimento richiesto, orizzonte temporale e rischiosità); è di natura tale che il cliente è finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi; è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio (cfr. art. 35, paragrafo 1, della Direttiva MIFID 2006/73/CE). Riveste, dunque, un'importanza fondamentale la raccolta di informazioni sulla

tipologia di investitore da parte dell'intermediario. Diversa è, invece, la *valutazione di appropriatezza*. In particolare, gli intermediari quando prestano servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti o gestione del portafoglio, chiedono al cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è “appropriato” al cliente (cfr. art. 19, paragrafo 5, della Direttiva MIFID 2004/39/CE - art. 36, della Direttiva MIFID 2006/73/CE). Si aumenta il livello di tutela degli investitori prevedendo obblighi specifici per gli intermediari sull'informativa che devono fornire agli investitori in relazione all'impresa, ai servizi di investimento prestati, al tipo specifico di strumenti finanziari proposti e ai rischi connessi. Esiste un *obbligo di informativa* a carico dell'intermediario, che deve fornire le informazioni sul prodotto consigliato anche in maniera standardizzata. L'obiettivo è di consentire al cliente una scelta ponderata e informata sull'investimento che va a fare. Inoltre, vi è l'obbligo di classificare la clientela usando un questionario standard, di fornire informazioni al cliente circa gli strumenti finanziari, di ottenere informazioni dal cliente per valutare l'adeguatezza o l'appropriatezza dell'operatività.¹ Alla tripartizione della clientela corrisponde una tripartizione della tutela: al cliente al dettaglio la massima applicazione delle norme di tutela; al cliente professionale una parziale applicazione; alla controparte qualificata nessuna applicazione. La logica che sta dietro questa graduazione di tutela è molto chiara: i clienti al dettaglio sono quelli con la minore esperienza in tema di investimenti, con le minori conoscenze e che quindi necessitano della massima tutela sia in fase precontrattuale sia durante la prestazione del servizio.

L'inchiesta di Altroconsumo

Fin qui le parole. Passiamo ai fatti: che cosa trova realmente nelle agenzie bancarie un consumatore che sta cercando un consiglio su come investire il suo denaro? Nelle prime due settimane di giugno 2008, i rilevatori di Altroconsumo hanno visitato, come normali clienti, 93 agenzie bancarie distribuite in 3 grosse città italiane: Roma, Milano e Torino. Hanno chiesto consiglio alle banche su quale prodotto acquistare, tenuto conto delle loro specifiche esigenze di investimento. Sono stati, infatti, costruiti 4 diversi profili di investitore con

¹ Il questionario MIFID serve all'intermediario per valutare il tipo di cliente che ha di fronte e in tema di consulenza a offrighi prodotti adeguati e appropriati. Contiene, infatti, domande in tema di: finalità dell'investimento (impiego della liquidità, capitale garantito, crescita del capitale con rischio medio, contenuto oppure alto in vista di alti rendimenti nel lungo periodo); orizzonte temporale (breve, medio o lungo

termine); livello di rischio che si è disposti a sopportare (da minimo ad alto); conoscenza dei prodotti finanziari; investimenti già realizzati negli ultimi 5 anni; frequenza di investimento; capitale investito per strumento; livello d'istruzione (oppure competenza in materie economiche per attività lavorativa svolta); situazione finanziaria (livello di reddito, tipologia di reddito, consistenza del patrimonio).

esigenze diverse in termini di rischio da sopportare e di orizzonte temporale dell'investimento. L'obiettivo ultimo: verificare quanto siano "buoni" i consigli di investimento delle banche. Sono stati valutati, inoltre, la durata del colloquio, il materiale raccolto, la professionalità del consulente, la verifica della tipologia di investitore da parte del consulente.

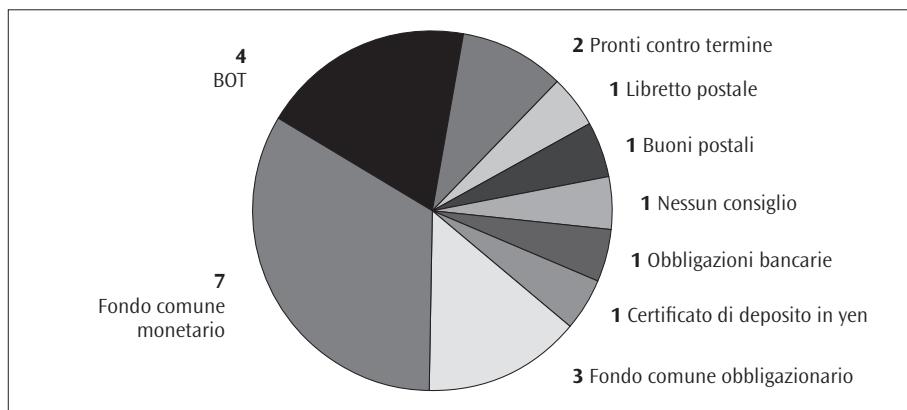
I risultati

Primo profilo: basso rischio (profilo con orizzonte temporale di 18 mesi).

Età 50 anni, casa di proprietà, ha altri investimenti a medio/lungo termine e 10.000 euro di liquidità nella propria banca, ha cambiato da poco lavoro e ha una liquidazione di 20.000 euro; può fare a meno dei soldi per circa 18 mesi (la figlia si sposa nei primi mesi del 2010).

Il consiglio di Altroconsumo: titoli a breve (BOT, obbligazioni a 18 mesi, conti di deposito).

Fig. 1 – I consigli delle banche per il profilo 1 (basso rischio, 18 mesi)



Fonte: Elaborazione Altroconsumo, inchiesta giugno 2008.
In alcune agenzie sono stati dati più consigli d'investimento.

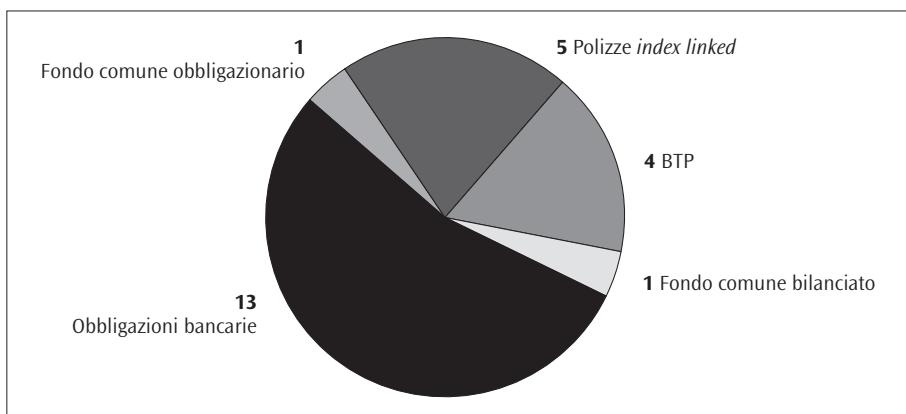
Sono state visitate a Milano 20 agenzie bancarie. Il colloquio è durato in media poco più di 17 minuti; la durata minima è stata di 10 minuti. Tempo massimo dedicato: mezz'ora. Nessun operatore ha parlato di direttiva MIFID (le cui disposizioni in larga parte sono entrate in vigore a partire dal 1° novembre 2007) e nessuno ha fatto compilare un questionario per definire la tipologia di investitore e la sua propensione al rischio (le banche avrebbero avuto tempo fino al 30 giugno per adeguarsi). Solo in 3 agenzie sono state fatte delle domande al cliente, ma generiche, del tipo se aveva altri investimenti e dove era stato aperto un conto

corrente, domande non sufficienti a offrire un prodotto adeguato. In 18 agenzie bancarie non si è recuperata nessuna documentazione sull'investimento proposto; solo in due casi è stato consegnato il prospetto informativo del prodotto. Le Poste hanno consigliato i buoni postali, che purtroppo però se tenuti meno di un anno non producono interessi. Meglio il libretto postale. In 3 casi è stato consigliato un fondo obbligazionario che, visti i prodotti in cui investe, sarebbe più adatto per orizzonti temporali più lunghi. Un consulente ha addirittura proposto un certificato di deposito in yen. Dunque un prodotto rischioso, visto che il rendimento è legato all'andamento della valuta di riferimento. Il consulente ha tralasciato, però, di spiegare questo particolare; anzi ha affermato che il cliente non rischia nulla perché il tasso è fisso e ha aggiunto che per qualsiasi evento negativo è responsabile la banca. In un caso, il consulente ha proposto obbligazioni bancarie: un prodotto non certo adatto a chi vuole dei prodotti con alta liquidità, vista la mancanza di un mercato secondario. In un'agenzia hanno proposto un fondo monetario o, per avere un rendimento più elevato, un fondo obbligazionario di durata lunga e in abbinamento un prestito per finanziare le spese a breve termine. Il consulente sembrava più interessato a piazzare il finanziamento che il prodotto d'investimento.

Secondo profilo: medio rischio (profilo con orizzonte temporale di 5 anni).
Ha 20.000 euro di liquidità, casa di proprietà, ha altri investimenti a medio/lungo termine e 10.000 euro di liquidità nella propria banca, ne può fare a meno per qualche anno (intorno ai 5) poi vorrebbe riavere la liquidità per poter acquistare una nuova auto.

Il consiglio di Altroconsumo: obbligazioni a medio termine in euro.

Fig. 2 – I consigli delle banche per il profilo 2 (medio rischio, 5 anni)



Fonte: Elaborazione Altroconsumo, inchiesta giugno 2008.
In alcune agenzie sono stati dati più consigli d'investimento.

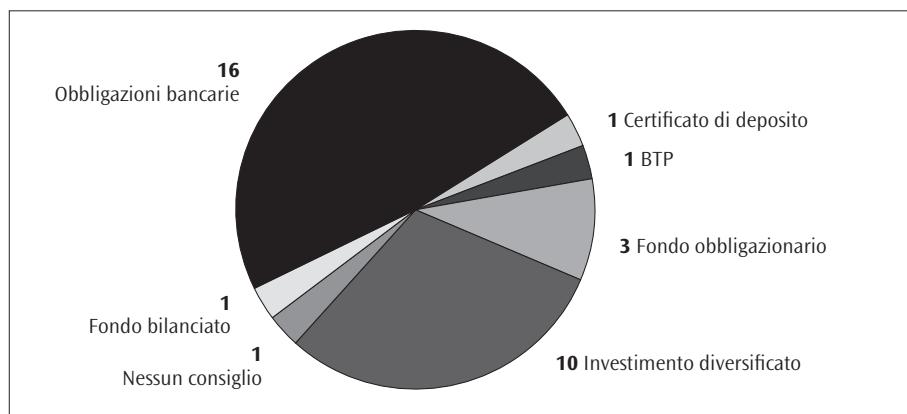
Sono state visitate a Torino 21 agenzie bancarie. Il tempo dedicato alla consulenza è stato in media più alto: 26 minuti. Il tempo minimo è stato 10 minuti, ma un consulente ha dedicato addirittura un'ora. In 3 casi il consulente ha parlato di MIFID, ma solo uno ha fatto compilare un questionario per l'identificazione del rischio. In 5 casi non è stato chiesto nulla al consumatore per identificare le sue esigenze di investimento; negli altri casi sono state fatte domande sugli investimenti passati, la situazione finanziaria, in maniera più puntuale rispetto al profilo precedente. In 3 casi non è stata consegnata alcuna documentazione sul prodotto offerto. Solo in 7 casi sono stati recuperati i prospetti informativi; in tutti gli altri casi, la documentazione data era rappresentata solo da depliant pubblicitari e schede sintetiche con i soli rendimenti. In 4 casi sono stati consigliati i BTP, che potrebbero essere considerati un buon consiglio per la rischiosità dell'investitore. In 5 casi sono state, invece, offerte delle polizze *index linked* che Altroconsumo sconsiglia vivamente. C'è stato un consulente che ha prospettato all'investitore di non investire assolutamente sul lungo termine, ma di vivere alla giornata. Testuali parole: «*Allo stato attuale dei mercati non consiglio alcun investimento a medio/lungo termine; vivere alla giornata.*»

Terzo profilo: medio rischio (profilo con orizzonte temporale di 10 anni).

Ha 20.000 euro di liquidità investita su Conto Arancio, casa di proprietà e altra liquidità nella propria banca (10.000 euro) che non vuole toccare perché servono per gli imprevisti, vorrebbe qualcosa di più redditizio. Può fare a meno dei soldi per i prossimi 10 anni. Ha già investito in passato in azioni.

Il consiglio di Altroconsumo: 50% obbligazioni e 50% azioni.

Fig. 3 – I consigli delle banche per il profilo 3 (medio rischio, 10 anni)



Fonte: Elaborazione Altroconsumo, inchiesta giugno 2008.
In alcune agenzie sono stati dati più consigli d'investimento.

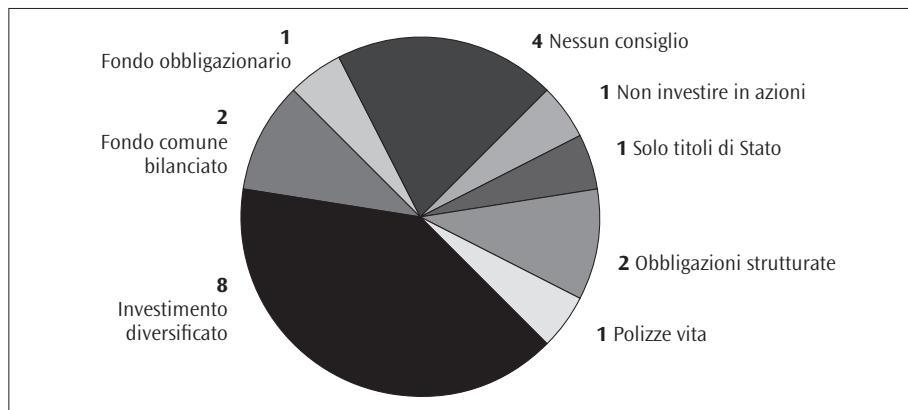
Sono state visitate a Roma 32 agenzie bancarie. Il colloquio è durato in media poco più di 14 minuti. In 31 casi non è stato in alcun modo verificata la tipologia di investitore che il consulente aveva di fronte. In 5 agenzie hanno parlato di MIFID, ma nessuna ha fatto compilare il questionario. In un caso la tipologia di investitore è stata verificata chiedendo «*ma a lei piace il rischio?*». Per quanto riguarda la documentazione, in 22 casi non è stato consegnato nulla, se non dei fogli scritti a penna con le indicazioni di massima. In testa ai consigli troviamo come al solito le obbligazioni bancarie e, subito dopo, gli investimenti diversificati. Se anche il consiglio di Altroconsumo è quello di diversificare l'investimento, in realtà in un solo caso è stato consigliato in banca di suddividere il portafoglio in azioni e obbligazioni (il consiglio che Altroconsumo ritiene calzante per il tipo di investitore). In 3 casi la diversificazione è ottenuta abbinando alle obbligazioni o al fondo comune obbligazionario un pronto contro termine, che però è un prodotto consigliabile soprattutto per il brevissimo termine e non certo per un orizzonte di ben 10 anni. In 3 casi la diversificazione è ottenuta abbinando alle obbligazioni una polizza *index linked*, anche in questo caso consigliando un prodotto molto costoso e poco redditizio. In un caso, è stato consigliato di investire per il 70% in obbligazioni e per il 30% in azioni, creando dunque un portafoglio un po' sbilanciato sull'obbligazionario e non adatto a un orizzonte temporale sufficientemente lungo quali i 10 anni.

Quarto profilo: alto rischio (profilo con orizzonte temporale di 20 anni).

Trentenne con un buono stipendio e con 20.000 euro di liquidità disponibile a lungo termine; ha la casa di proprietà e altra liquidità nella propria banca (10.000 euro), che non vuole toccare perché servono per gli imprevisti. Vuole guadagnare il massimo. In passato ha già investito in azioni.

Il consiglio di Altroconsumo: azioni e/o fondi azionari.

Fig. 4 – I consigli delle banche per il profilo 4 (alto rischio, 20 anni)



Fonte: Elaborazione Altroconsumo, inchiesta giugno 2008.
In alcune agenzie sono stati dati più consigli d'investimento.

Sono state visitate a Milano 20 agenzie bancarie. Il colloquio è durato in media 16 minuti. Quattro banche hanno parlato di MIFID, ma nessuna ha fatto compilare un questionario per verificare la tipologia di rischio dell'investitore. In 6 agenzie non è stata posta neppure una domanda per definire rischio e durata dell'investimento. In 10 casi non è stato consegnato nulla come documentazione per il prodotto offerto/consigliato. Il consiglio di Altroconsumo (azioni o fondi azionari) non è stato confermato da nessuna agenzia bancaria visitata. Eppure era il consiglio perfetto per il rilevatore che aveva dei soldi in *surplus* che poteva impegnare per 20 anni, volendo ottenere alti rendimenti e potendo/volendo sopportare anche rischi elevati. In un caso, è stato sconsigliato di investire proprio in azioni; in un altro, il consiglio è stato del tutto opposto: investire tutti i 20.000 euro in titoli di Stato. Vanno per la maggiore anche in questo profilo le obbligazioni bancarie *linked* e le polizze vita. In 4 agenzie non è stato dato nessun consiglio perché prima occorreva aprire un conto corrente. La consulenza è fornita solo ai clienti; come dire che il cliente deve aprire il conto e solo dopo potrà valutare se il consiglio di investimento della banca lo può interessare.

Spunti di riflessione

In base alle nuove disposizioni recepite in Italia col Decreto Legislativo 164/2007 e contenute nella direttiva MIFID risulta che l'operatore bancario che offre consulenza finanziaria (ed è quello che gli operatori di banca erano chiamati a fare nel nostro test pratico, cioè consigliare dei prodotti di investimento) deve garantire il rispetto di due principi fondamentali:

- *obblighi informativi*: l'intermediario deve fornire le informazioni sul prodotto consigliato anche in maniera standardizzata. Rientrano in questo ambito il rilascio di documentazione a spiegazione del prodotto offerto e la durata del colloquio;
- *principio di adeguatezza*: nell'offrire servizi di consulenza finanziaria l'intermediario deve proporre al cliente il prodotto più adeguato alle sue caratteristiche. Un'operazione di investimento potrà essere ritenuta adeguata secondo le indicazioni date dalla direttiva e di cui abbiamo parlato prima. Riveste dunque un'importanza fondamentale la raccolta di informazioni sulla tipologia di investitore da parte dell'intermediario.

Il test pratico mette proprio in luce i limiti dei consulenti bancari: risulta che non rispettano né gli obblighi informativi né il principio di adeguatezza imposti dalla nuova normativa. Dal punto di vista del mancato rispetto degli obblighi informativi risulta che in ben 54 agenzie sulle 93 complessive del test, quindi nel 58% dei casi, non è stata consegnata nessuna documentazione che pure è essenziale per descrivere prodotti a persone non esperte, soprattutto

quando l'offerta riguarda prodotti complessi. Così come si può affermare senza dubbio che per poter descrivere in maniera sufficiente l'investimento, un colloquio deve durare almeno 20 minuti: nel test in ben 56 agenzie (quindi nel 60% dei casi) sono stati dedicati meno di 20 minuti. Rispetto al principio di adeguatezza del prodotto riteniamo che, perché un prodotto di investimento possa essere adeguato per il cliente, il consulente gli debba fare delle domande per individuarne le caratteristiche in termini di obiettivi di investimento e di conoscenza dei prodotti. Anche in questo caso, i risultati sono molto deludenti: in 59 casi non è stata posta nessuna domanda, per cui il consiglio è stato dato assolutamente alla cieca: si tratta del 63% delle agenzie visitate. Molti operatori di banca affermano che prima di offrire consulenza in tema di prodotti finanziari è necessario che chi hanno di fronte diventi loro cliente aprendo un conto corrente e il deposito titoli. Dunque, prima di conoscere le qualità del consulente, il cliente deve già aprire il conto corrente e fidarsi alla cieca dei consigli di investimento che la banca gli darà. Consigli che spesso non sono adeguati e appropriati rispetto al profilo di rischio dell'investitore. I consulenti di banca si dimostrano frettolosi, sbrigativi, poco preparati. Il momento della consulenza dovrebbe al contrario definire il grado di rischio del soggetto che si ha di fronte con la compilazione di un questionario dettagliato, che può risolvere alcuni dei problemi di trasparenza e di divario informativo che l'inchiesta ha messo in luce. L'auspicio è che le autorità di controllo sanzionino adeguatamente gli operatori scorretti, altrimenti non c'è MIFID che tenga.