Banche
Assicurazioni
Finanza

Distribuzione finanziaria, modernizzazione e sviluppo: quale agenda per il sistema Italia

A cura di

Paolo Garonna

BANCARIA EDITRICE

Lo studio “La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide”, pubblicato nel capitolo 2 del volume, è stato condotto nel corso del 2013 dal Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF) della Luiss per conto della Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (FeBAF).

A commento delle “nuove regole e nuove sfide” emerse nel corso della ricerca, nei capitoli 3 e 4 sono stati raccolti i contributi delle Associazioni aderenti alla FeBAF e delle Associazioni della distribuzione finanziaria, oltre che quelli delle Autorità di settore.

Sommario

1. Introduzione 7

La distribuzione finanziaria: una chiave di lettura dell'innovazione del sistema finanziario in Italia e in Europa 9
Luigi Abete, Presidente della Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza

2. Il quadro di riferimento e le tendenze in atto: la ricerca Casmef 13

La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide 15
Domenico Curcio, Giorgio di Giorgio, Giuseppe Zito, Casmef - Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari

3. Commenti 111

La distribuzione dei prodotti finanziari e gli investimenti di lungo periodo. Il ruolo dei fondi pensione 113
Raffaele Capuano, Covip

La distribuzione dei prodotti finanziari e gli attori del mercato. Il ruolo delle Autorità di vigilanza 121
Corrado Baldinelli, Ivass

4. Il contributo delle Associazioni all'Osservatorio 127

Associazione Bancaria Italiana - Abi 129
David Sabatini

Associazione Nazionale delle Imprese di Assicurazione - ANIA 133
Stefano Montanari, Antonio Nicelli, Carlo Savino

Associazione Italiana del Risparmio Gestito - ASSOGESTIONI 137
Roberta D'Apice

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital - AIFI 147
Anna Gervasoni

Assoservizi Fiduciari - ASSOFIDUCIARIA 151
Lucia Frascarelli

Associazione dell'Industria Immobiliare Italiana - ASSOIMMOBILIARE 153
Paolo Crisafi

Associazione Italiana per la Previdenza Complementare - ASSOPREVIDENZA 161
Sergio Corbello

Associazione Italiana Intermediari Mobiliari - ASSOSIM 167
Gianluigi Gugliotta, Claudia Petracca

Associazione di Categoria Brokers di Assicurazioni e Riassicurazioni - ACBROKERS 179
Luigi Viganotti

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari - AIAF 181
Paolo Balice

Associazione Italiana Brokers di Assicurazioni e Riassicurazioni - AIBA 185
Antonia Boccadoro

Associazione Nazionale Agenti Professionisti di Assicurazione - ANAPA 191
Vincenzo Cirasola

Associazione Nazionale Promotori Finanziari - ANASF 197
Maurizio Bufi

Albo dei Promotori Finanziari - APF 201
Giuseppe Capobianco

Associazione dei Mercati Finanziari - ASSIOM FOREX 207
Giacomo Bortolossi, Raimondo Marcialis, Maurizio Primanni

Associazione delle Società di Collocamento di Prodotti Finanziari e Servizi di Investimento - ASSORETI 227
Filippo Parrella, Marco Tofanelli

Unione Nazionale Agenti Professionisti di Assicurazione - UNAPASS 231
Massimo Congiu

1. Introduzione

La distribuzione finanziaria: una chiave di lettura dell'innovazione del sistema finanziario in Italia e in Europa

Luigi Abete, Presidente della Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza

MiFid2, Imd2 e Prips, per citarne solo tre. Non sono parole scioglilingua, ma acronimi difficili che nascondono tuttavia riforme importanti per l'architettura legislativa europea della finanza e del risparmio. Sono regolamenti o direttive che impattano concretamente sulla vita degli intermediari finanziari, delle imprese, delle famiglie perché disciplinano, anche come risposta alla crisi globale, strumenti come polizze, fondi, conti correnti. Ma anche mutui, obbligazioni, azioni e non solo: prodotti che vanno concepiti, studiati, realizzati. E poi distribuiti.

Sui mercati, infatti, qualsiasi sia il settore, la distribuzione è essenziale almeno quanto la produzione. È alla prova del consumatore che si misura la capacità competitiva dell'impresa, ma anche la "capacità regolatoria" di chi è chiamato a "produrre norme" per il mercato, a "distribuirle", a farle rispettare. È così per i beni, è così per i servizi. Anche per quelli finanziari.

Con questa premessa la Federazione Banche Assicurazioni e Finanza ha promosso la costituzione di un Gruppo di Lavoro, che si avvale della collaborazione scientifica del Casmef - Luiss, cui abbiamo invitato le principali associazioni che rappresentano gli operatori attivi nel settore della distribuzione dei prodotti e servizi finanziari: Acb, Aiaf, Aiba,

ANAPA, ANASF, APF, ASSIOM FOREX, ASSORETI, SNA, UNAPASS, insieme alle associazioni che aderiscono alla Federazione, e quindi ABI, ANIA, ASSOGESTIONI, AIFI, ASSOFIDUCIARIA, ASSOIMMOBILIARE, ASSOPREVIDENZA e ASSOSIM.

Obiettivo, verificare l'impatto della regolamentazione europea e italiana sulle pratiche e sui modelli degli operatori bancari, assicurativi, finanziari per trarne linee di tendenza, proposte, soluzioni rispetto a eventuali problematiche che possano trovare risposte di tipo cooperativo o regolamentare.

Questo volume raccoglie i primi passi del Gruppo di Lavoro e in particolare il punto di vista dei singoli partecipanti rispetto ai nuovi assetti che le innovazioni normative a livello continentale e nazionale produrranno sulla configurazione complessiva del settore della distribuzione finanziaria, nonché sulla formulazione di ipotesi applicative che ne rendano efficiente e razionale la concreta attuazione.

Dalle analisi delle posizioni delle associazioni finanziarie appare evidente l'esigenza di depurare l'assetto regolamentare da misure che, utili in fase di emergenza congiunturale, rischiano di creare a regime ostacoli alla fluidità operativa che il mercato richiede e di tradursi in oneri amministrativi ed economici a carico degli operatori e degli investitori. Alcuni interventi raccolti nel volume propongono un forte collegamento tra le Authority di settore, anche attraverso protocolli operativi e un ricorso responsabile al dialogo col mercato, se del caso anche grazie all'autoregolamentazione.

Naturale evoluzione dell'attività del Gruppo potrebbe essere la costituzione di un Osservatorio permanente sulla distribuzione di prodotti e servizi finanziari, che analizzi periodicamente i cambiamenti in corso nel mercato e nel quadro istituzionale, confrontando gli andamenti nei principali paesi e discutendo best practice e implicazioni di policy.

Ho definito "naturale" l'evoluzione del Gruppo di Lavoro verso l'Osservatorio: aggettivo non casuale, che sottende una certa ma consapevole "ambizione" sulla tenuta del progetto e sulla capacità della FeBAF di aggregare componenti diverse dell'industria, che non necessariamente hanno – né hanno sempre dimostrato – interessi coincidenti su ogni singola questione.

Per un'iniziativa del genere, infatti, quale sede più appropriata della "Casa comune del risparmio e della finanza", la FeBAF, cui aderiscono i principali soggetti rappresentativi del mercato finanziario che producono servizi e li distribuiscono? Coerentemente al nostro ruolo di "aggregatore", abbiamo pertanto allargato il Gruppo anche ad associazioni non aderenti alla Federazione così da consolidare la rappresentatività dell'organismo e delle proposte che esso può individuare.

Il tempo, che non è una risorsa infinita né una variabile indipendente, ci dirà se l'intuizione dell'Osservatorio ci conduce nella giusta direzione, capace di tradurre spunti scientifici e operativi in vere opzioni di politica legislativa e industriale, tali da spingere la regolamentazione verso una maggiore efficienza del mercato, una migliore qualità delle norme, una più efficace protezione del consumatore-investitore. La sfida incrocia una delle principali ragion d'essere della Federazione, la sua *vis attractiva* su temi concreti e di interesse condiviso, ed è ambiziosa. Alla prova dei primi risultati la verifica che non risulti velleitaria.

2. Il quadro di riferimento e le tendenze in atto: la ricerca CASMEF

La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide*

Domenico Curcio, Giorgio di Giorgio, Giuseppe Zito,
CASMEF

1. Introduzione

La grande crisi economica e finanziaria originata dai mutui *subprime* nell'estate del 2007, a distanza di ormai più di 6 anni, continua ad avere profonde conseguenze sull'economia mondiale. A partire dal secondo semestre del 2008, tutte le maggiori economie, con l'eccezione di India e Cina, che hanno solo sperimentato una moderata decelerazione nei tassi di sviluppo, sono state colpite da una ondata recessiva. Il Pil mondiale si è ridotto, in termini reali, nel 2009, per la prima volta dal dopoguerra. Nello stesso anno, la contrazione del Pil è stata severa in molti paesi industrializzati, con tassi di crescita negativi intorno al 5% in Gran Bretagna, Italia e Giappone.

La recessione mondiale del 2009 è stata accompagnata da un peggioramento sensibile delle condizioni sul mercato del lavoro, con tassi di disoccupazione che sono saliti, rapidamente, a valori superiori al 10%. Fallimenti a catena si sono osservati sia nel settore reale che finanziario. In Europa, a partire dal 2010, ulteriori tensioni si sono manifestate a segui-

* Il lavoro è stato pubblicato in *Quaderni di Minerva Bancaria*, n. 1/2013, *La distribuzione dei prodotti finanziari in Europa: nuove regole e nuove sfide*, Editrice Minerva Bancaria, 2013.

to dell'esplodere delle difficoltà e dei rischi associati a debiti pubblici la cui dinamica è sembrata fuori controllo, in Grecia, prima, Irlanda e Portogallo poi. Spagna, Italia (e Francia) sono state contagiate e hanno evidenziato debolezze strutturali troppo a lungo non affrontate da governi e classe dirigente. La stessa tenuta della costruzione europea e dell'euro è stata messa in dubbio, ha richiesto diversi interventi (con tempi incerti e lunghi, secondo tradizione) sia da parte della Banca Centrale Europea (BCE) che della Commissione e delle altre Istituzioni coinvolte. I mercati finanziari hanno visto crescere la volatilità, in particolare per i titoli obbligazionari. Ne ha risentito anche il mercato valutario, con un cambio euro-dollaro soggetto a rapide inversioni di tendenza. L'altalena dell'euro riflette i dubbi e le incertezze sul futuro dell'Unione economica e monetaria, richiamando la necessità di un rinnovato e forte impegno politico comune verso forme più stringenti di cooperazione politica ed economica.

I rapporti Debito-Pil sono cresciuti in tutti i paesi industrializzati, non solo nell'Area dell'euro, in conseguenza sia della caduta del prodotto che delle politiche fiscali espansive intraprese per contrastare la crisi. In alcuni paesi, gli interventi hanno raggiunto dimensioni ingenti, a fronte di salvataggi di istituzioni finanziarie e bancarie di entità rilevante.

Nell'Area dell'euro, l'esistenza di espliciti vincoli stabiliti per l'indebitamento netto delle pubbliche amministrazioni impone ai paesi in difficoltà aggiustamenti fiscali sul cui successo i mercati finanziari internazionali si interrogano, richiedendo premi per il rischio crescenti. Occorre peraltro osservare che la Germania, uno dei paesi a migliore performance economica nell'Area, ha nell'ultimo decennio ridotto di oltre 5 punti percentuali il rapporto tra spesa pubblica e Pil, liberando spazi importanti per riduzioni delle imposte e miglio-

rando sensibilmente produttività e competitività. Risanamenti fiscali non sono necessariamente incompatibili con lo sviluppo e la crescita di medio termine. Negli ultimi mesi del 2010 i differenziali di rendimento richiesti per l'acquisto di titoli di Stato greci, irlandesi e portoghesi, i paesi fiscalmente più esposti nell'Area dell'euro, rispetto a titoli tedeschi di pari durata, hanno raggiunto i 10, 7 e 5 punti percentuali. Nel 2011, la Grecia ha accettato un piano di ristrutturazione del debito, dopo che gli spread erano letteralmente esplosi. Anche l'Italia e la Spagna, nel 2011 e ancora nell'estate del 2012, hanno visto crescere pericolosamente lo spread di Btp e *Bonos* rispetto al *Bund*. Solo gli interventi della BCE, con le ingenti iniezioni di liquidità a tre anni (*long term refinincing operations*, LTRO) di dicembre 2011 e febbraio 2012, per un ammontare di oltre mille miliardi di euro, e l'annuncio (6 settembre 2012) della disponibilità ad acquistare per un ammontare potenzialmente illimitato titoli di paesi in difficoltà sul mercato secondario, hanno scongiurato (per il momento) la disgregazione dell'Area[1].

Le difficoltà in Europa sottolineano i rischi associati a oneri finanziari gravosi per i governi, e il pericolo di avvitarsi nel circolo vizioso costituito da maggior deficit, più alto debito, più elevata spesa per interessi, ancor maggior deficit, ecc. L'aumento dei differenziali di interesse, peraltro, ha risentito anche del meccanismo di *flight to quality* sui titoli tedeschi, i cui rendimenti si sono ridotti in modo preoccupante, contribuendo in Germania a innescare dubbi relativamente all'opportunità di continuare l'avventura comune europea. L'euro

[1] Si vedano i bollettini mensili della BCE, in particolare il n. 12 del 2011 e i numeri 1 e 3 del 2012 per le LTRO, mentre gli acquisti (condizionati e sterilizzati) di titoli, le Outright Monetary Transactions, sono descritti in dettaglio nei numeri 9 e 10 del 2012.

è quindi minacciato simultaneamente da rischi di rottura sia sul fronte dei paesi più deboli che su quello del paese economicamente più significativo.

L'Unione europea, faticosamente, ha predisposto un fondo per la stabilità finanziaria, come strumento di aiuto (condizionato) ai governi nazionali in difficoltà, che si aggiunge alle risorse stanziate dal Fondo Monetario Internazionale. È uno strumento utile, se non viene indebolito da frequenti dubbi e incertezze che emergono in relazione all'effettivo impegno politico comune. Nonostante le recenti difficoltà, rimane tuttavia arduo, oggi, pensare all'Europa solo come alla somma dei suoi paesi. Le scelte nazionali rimangono fonti essenziali delle politiche europee, ma è quasi impossibile pensare all'Europa trascurando l'architettura istituzionale dell'Ue e, al suo interno, la gestione della valuta unica da parte della Banca Centrale Europea. Per questo motivo, la mancanza di leadership e di visione sul futuro dell'Area è particolarmente penosa. Non emerge un governo forte di Bruxelles, come temuto dagli antieuropeisti, ma non si intravedono neanche alternative credibili. Francia e Germania stentano ad aggregare consenso e non riescono a svolgere con efficacia il ruolo di propulsore nell'Area. La conseguenza è il graduale abbandono del ruolo dell'Ue di attore globale nei processi politici internazionali. Nel 2012, è stato il nuovo governo "tecnico" italiano, e in particolare il neopremier Mario Monti, a presentarsi come il custode dell'eredità intellettuale dei grandi europeisti del passato e a offrire impegno, idee, capacità di dialogo alla Germania e ai nuovi governi di Francia e Spagna.

Durante la grande crisi si è assistito a importanti cambiamenti, nella governance mondiale, all'attribuzione di responsabilità primarie a nuovi "gruppi" di paesi, con il graduale ma

progressivo abbandono della scena da parte del G8 a favore del G20. Al di là delle semplici definizioni numeriche, occorre rilevare, nella sostanza, il passaggio repentino in pochi anni da un mondo dominato politicamente, economicamente e anche culturalmente da una sola mega potenza, gli Usa, a un nuovo modello che si affida a un consiglio di amministrazione globale molto ampio ed eterogeneo, sulla cui efficacia nella gestione delle formidabili sfide poste dal riequilibrio delle partite correnti e dal coordinamento delle politiche monetarie e economiche è al momento ancora lecito nutrire dubbi. Si affaccia sulla scena internazionale una nuova classe dirigente mondiale, portatrice di istanze diverse e alla guida di paesi il cui percorso di sviluppo, seppure potente, non è immune da rischi e fragilità. Il comporsi di queste istanze con le necessità del mondo industrializzato, il perdurare di tensioni nel Medio Oriente e nel Nord-Africa, e l'emergere di nuove in Asia, potrebbero indurre diversi scenari economici. Le previsioni, anche in termini di evoluzione geopolitica, sono caratterizzate da una forte incertezza.

In questo scenario, il sistema finanziario europeo, e globale, è stato colpito da una generale crisi di fiducia nei confronti dell'operare dei mercati, degli intermediari che vi agiscono, delle autorità di regolamentazione e vigilanza degli stessi. Le cadute nei prezzi dei titoli azionari e l'accresciuta volatilità del mercato obbligazionario, i fallimenti di player rilevanti e i salvataggi di interi sistemi bancari "nazionali" hanno minato in profondità l'attitudine al risparmio delle famiglie e all'investimento da parte delle imprese. In molti dei principali paesi, si è osservata una caduta della propensione al risparmio e una riallocazione della ricchezza e delle attività delle famiglie verso beni rifugio o investimenti considerati meno rischiosi. Sotto la spinta di una opinione pubblica pressante, al mondo

della finanza è stata richiesta una profonda rivisitazione della sua intera architettura regolatoria e infrastrutturale. Negli Usa, come in Europa, modifiche istituzionali di grande rilievo sono state avviate, con il coinvolgimento anche di organismi internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale e il Financial Stability Board.

Quanto sopra ha ovvie implicazioni per l'industria finanziaria e per la distribuzione di prodotti finanziari. In questo studio, dopo il paragrafo 2, di scenario, in cui si analizzano i principali trend in atto in Europa e in Italia e si confrontano le caratteristiche principali delle strutture distributive dei principali paesi, ci concentriamo su alcuni topic che hanno assunto una particolare rilevanza. Il paragrafo 3 discute la revisione della MiFid, la nuova disciplina dei *Packaged Retail Investment Products* (Prip) e approfondisce il tema della consulenza in materia di investimenti, e della remunerazione della stessa. Il paragrafo 4 è invece dedicato alla nuova Insurance Market Directive. Nella trattazione vengono evidenziati alcuni problemi ancora aperti e identificate possibili proposte per una implementazione più efficace della nuova disciplina.

2. La ricchezza finanziaria, la propensione al risparmio e l'incentivazione del risparmio a lungo termine

Considerando gli scenari economici globali con una ottica di lungo periodo, è interessante notare alcuni fatti, schematizzati nella tavola 1.

In primo luogo, la crescita a livello mondiale, anche durante gli anni terribili della crisi, non si è allontanata troppo dai valori mediamente sperimentati negli anni Ottanta e Novan-

Tavola 1 - Crescita e inflazione dell'economia mondiale

Real GDP growth						
	'80s	'90s	'00-'07	'08-'11	'12 estim	'13 estim
World economy	3,2	3,1	4,2	2,8	3,3	3,6
Developed countries	3,1	2,7	2,6	0,3	1,3	1,5
Emerging countries	3,5	3,7	6,5	5,6	5,3	5,6
Consumer inflation						
	'80s	'90s	'00-'07	'08-'11	'12 estim	'13 estim
World economy	16,3	18,2	3,9	4,2	4,0	3,7
Developed countries	6,4	2,9	2,1	1,9	1,9	1,6
Emerging countries	43,6	56,9	6,7	6,9	6,1	5,8

Fonte: IMF

ta. Tuttavia, la composizione della crescita mondiale è mutata drasticamente, con un contributo sempre maggiore da parte delle economie emergenti. Queste oggi sono responsabili di oltre il 50% della produzione mondiale, misurata con la parità dei poteri di acquisto. In secondo luogo, la crescita nel "nuovo mondo" è iniziata a stabilizzarsi su valori elevati una volta messa sotto controllo l'inflazione. Il rigore sul fronte dei prezzi non si associa quindi necessariamente a peggiori performance dell'economia reale.

2.1 La composizione della ricchezza finanziaria e la propensione al risparmio in Europa

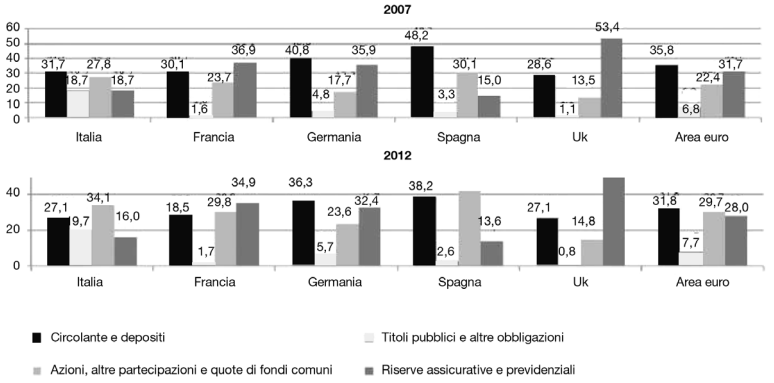
In Europa, l'eredità della crisi è pesante. I tassi di crescita delle maggiori economie si sono ridotti, il tasso di disoccupazione nell'Area dell'euro si colloca al 12%, con punte molto più elevate tra i giovani e in alcune aree. Il risanamento dei conti pubblici, e la nuova disciplina del *fiscal compact*, condi-

zionano le possibilità di sostenere la ripresa. I sistemi bancari sono alle prese con sofferenze crescenti e il progressivo deterioramento della qualità delle attività di bilancio. Non è ovvio che le ricapitalizzazioni effettuate a seguito degli interventi di regolamentazione e vigilanza siano sufficienti a fronteggiare i prossimi mesi.

In questo contesto, le attività finanziare delle famiglie sono state caratterizzate da diverse dinamiche (figura 1). Nel 2012 il 18.7% della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è stato investito in titoli pubblici e altre obbligazioni nel 2012, contro una media dell'Area euro di appena il 6,8%[2]. Il dato del 2012 è lievemente inferiore a quello del 2007, che era pari al 19,7%. Nel 2012 gli investimenti in depositi bancari o postali e strumenti di liquidità rappresentano la quota maggiore della ricchezza finanziaria delle famiglie di Italia, Germania, Spagna e, in media, di quelle dell'area della moneta unica, mentre Francia e Regno Unito fanno osservare una decisa prevalenza dell'investimento in riserve assicurative e previdenziali, che includono le riserve tecniche di assicurazione, i fondi pensione e i fondi di quiescenza. Nel complesso, dal 2007 al 2012 si può osservare una riduzione della quota di ricchezza investita in azioni, altre partecipazioni e quote di fondi comuni. A livello di Area euro, essa passa dal 29,7% al 22,4%, con un calo che va, nell'Europa continentale, dai 12

[2] In base agli ultimi risultati dell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia, e aggiornata al dicembre 2010, durante la crisi si è registrato un aumento della concentrazione della ricchezza finanziaria: nel triennio 2008-2010, la quota di attività finanziarie posseduta dal 10% delle famiglie più ricche è salita dal 44 al 47%. Oltre il 60% delle attività finanziarie è detenuto da nuclei con un capofamiglia con età superiore a 55 anni, e si è ridotta la quota posseduta dai nuclei il cui capofamiglia ha un'età inferiore a 35 anni. Significativo, infine, il dato per cui l'80% del portafoglio di attività finanziarie dei nuclei con capofamiglia giovane è investito in depositi, contro una percentuale dell'intero campione pari al 54%.

Figura 1 - Composizione delle attività finanziarie delle famiglie nel 2012 e nel 2007(valori in % del totale delle attività)



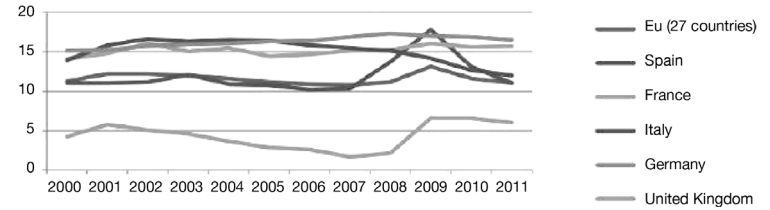
Fonte: Banca d'Italia (anni vari)

punti percentuali della Spagna ai 6,1 della Francia (il Regno Unito fa osservare un ben più modesto -1,3%). Allo stesso tempo, si registra una crescita della quota percentuale investita in circolante e depositi bancari o postali che, nell'area della moneta unica aumenta di 4 punti percentuali, passando dal 31,8% al 35,8%, con un incremento massimo di quasi il 10% in Spagna e minimo dell'1,6% in Francia.

La crisi finanziaria ha provocato profondi cambiamenti nella propensione al risparmio delle famiglie europee e nelle associate decisioni di investimento. In base ai dati di Eurostat rappresentati nella figura 2, il valore medio della propensione al risparmio delle famiglie dell'Unione europea a 27 paesi è sceso, rispetto al picco registrato nel 2009, anno in cui il tasso di risparmio[3] si attestava al 13,2%, all'11,02% del 2011, in

[3] Secondo la metodologia usata da Eurostat, il tasso di risparmio è calcolato come "gross saving divided by gross disposable income, with the latter including the change in the net equity of households in pension funds

Figura 2 - Propensione al risparmio delle famiglie consumatrici dei principali paesi europei (valori percentuali)



Fonte: Eurostat

calo di oltre due punti percentuali. La riduzione è particolarmente evidente in Spagna, che nel 2009 aveva il maggior saggio di risparmio tra i paesi analizzati (17,84%) e nel 2011 presentava un valore dell'11,01%, in linea con la media Ue.

Con riferimento all'anno 2012, in base agli ultimi dati trimestrali elaborati da Eurostat, i saggi di risparmio delle famiglie dell'Area dell'euro e dell'Unione europea a 27 paesi, nel terzo trimestre dell'anno, si sono attestati al 13% e all'11,2%, rispettivamente, mantenendosi stabili rispetto alle rilevazioni del primo semestre dello stesso anno, nonostante una riduzione del reddito pro-capite dello 0,3% in termini reali nell'area della moneta unica. Dai dati dell'ultima relazione annuale della Banca d'Italia, anche nel 2012 è proseguita la riduzione della propensione al risparmio delle famiglie (consumatrici e produttrici) italiane, che si è attestata all'11,4% del reddito disponibile, essendo 7,9% per le sole famiglie consumatrici[4].

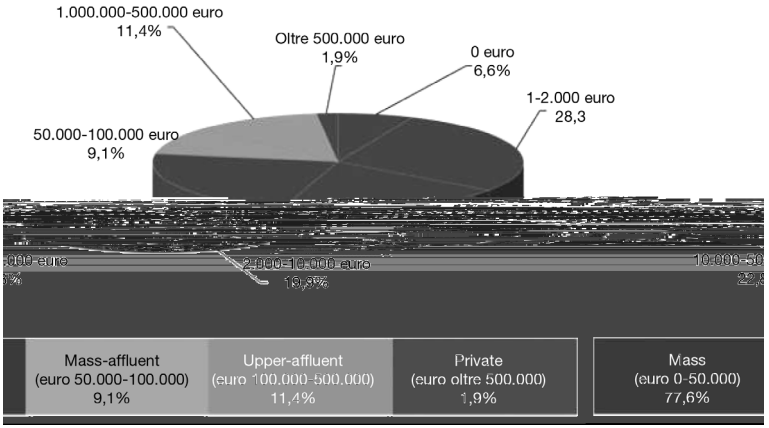
reserves. Gross saving is the part of the gross disposable income, after the latter inclusion, which is not spenta s final consumption expenditure. Therefore, saving rate increases when gross disposable income grows at a higher rate than final consumption expenditure".

[4] Cfr. Banca d'Italia (2013). Inoltre, sempre con riferimento all'Italia, secondo i dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia, nel triennio 2008-2010 la riduzione della propensione al risparmio è stata più marcata per i nuclei con capofamiglia di età inferiore a 35 anni e per quelli appartenenti al quartile di reddito equivalente più basso.

2.2 La composizione della clientela bancaria italiana e i suoi riflessi sul patrimonio

La clientela bancaria italiana è composta per una sua quota rilevante, pari al 78%, di individui con bassi livelli di patrimonio finanziario (clientela cosiddetta *mass*, con un patrimonio finanziario da 0 a 50.000 euro); circa il 9% ha un patrimonio finanziario tra 50.000 e 100.000 euro (cosiddetti *mass affluent*); circa l'11% con patrimonio finanziario tra 100.000 e 500.000 euro (cosiddetti *upper affluent*).Una ridotta componente (quasi il 2%) è a elevata patrimonializzazione (clientela cosiddetta *private*), ossia con un patrimonio finanziario di oltre 500.000 euro[5] (figura 3).

Figura 3 - Composizione della clientela correntista per fasce di patrimonio finanziario posseduto (valori percentuali)



Fonte: ABI

[5] Rilevazione ABI sui comportamenti di acquisto dei servizi finanziari, dati al 31 dicembre 2012, campione di banche rappresentativo del 73% del settore in termini di sportelli.

La componente *mass* della clientela correntista ha ridotte possibilità di diversificazione del proprio risparmio e di conseguenza ha una bassa propensione ad allocare quote rilevanti del proprio portafoglio su investimenti di mediolungo termine.

Recenti indagini di mercato[6] mettono in evidenza come, tra i clienti bancarizzati, la quota di coloro che dichiarano di possedere almeno una forma di investimento (anche di tipo più semplice, come i conti di deposito) è pari, a fine 2012, al 47% del totale dei correntisti.

Come accennato, l'esistenza di una componente rilevante di clienti *mass market* ha impatto sulla diffusione di strumenti di investimento a medio e lungo termine. Il patrimonio finanziario[7] della clientela *mass*, pari in media a circa 12.000 euro, non consente quindi una rilevante diversificazione, che si può invece realizzare in un portafoglio *affluent*, o ancor più in uno *private*. Conseguentemente la quota di bancarizzati in possesso di almeno uno strumento di risparmio gestito è poco più di un quarto dei clienti bancari (26%)[8].

Va osservato che durante la crisi si è registrata una riduzione della propensione al risparmio delle famiglie, soprattutto nel *mass market*. Le banche hanno risposto alle esigenze di liquidità e di richiesta di garanzia del capitale del mercato sviluppando nuove forme di allocazione del risparmio, semplici e da affiancare alla giacenza sul conto corrente.

I dati a disposizione[9] mostrano che la clientela *mass* alloca

---

[6] Osservatorio ABI GfK EURISKO; novembre 2012; interviste a individui bancarizzati 18-74 anni.

[7] Il patrimonio finanziario include le diverse forme di investimento in raccolta diretta e indiretta.

[8] Osservatorio ABI GfK EURISKO; novembre 2012; interviste a individui bancarizzati 18-74 anni.

[9] Rilevazione ABI sui comportamenti di acquisto dei servizi finanziari, dati al 31 dicembre 2012.

mediamente il 74% del proprio patrimonio finanziario in giacenza di conto corrente e forme di raccolta diretta[10], mentre presso le altre componenti del mercato (*mass affluent*, *upper affluent* e *private*) tale quota è sensibilmente più bassa e pesa solo per un terzo del patrimonio presso la clientela *private*.

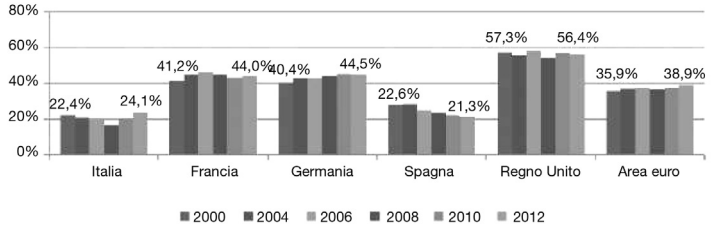
2.3 Il ruolo degli investitori istituzionali e la necessità di incentivare il risparmio a lungo termine

Nel confronto internazionale il sistema finanziario italiano si caratterizza per un minore peso degli investitori istituzionali sul totale delle attività finanziarie delle famiglie, e per una collegata minore propensione a investire il risparmio in una prospettiva di medio-lungo termine. Alla fine del 2012 il peso di fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione era pari a circa il 24%, contro una media dell'Area dell'euro di quasi il 40%, come illustrato nella figura 4. Nonostante la forte ripresa registrata rispetto al 2008, quando il peso del patrimonio degli investitori istituzionali sulle attività finanziarie delle famiglie italiane era pari al 16,4%, il valore più basso nel confronto internazionale, il dato italiano risulta più alto solo di quello della Spagna, in quanto Francia e Germania si collocavano su valori pari al 44 e al 44,5%, rispettivamente.

Come emerge dalla figura 5, tra il 2000 e il 2012 la quota del portafoglio delle famiglie italiane gestita da assicurazioni e fondi pensione è cresciuta, compensando, sebbene solo in parte, la riduzione della quota gestita dai fondi comuni. Questo trend di crescita ha caratterizzato anche gli altri principali

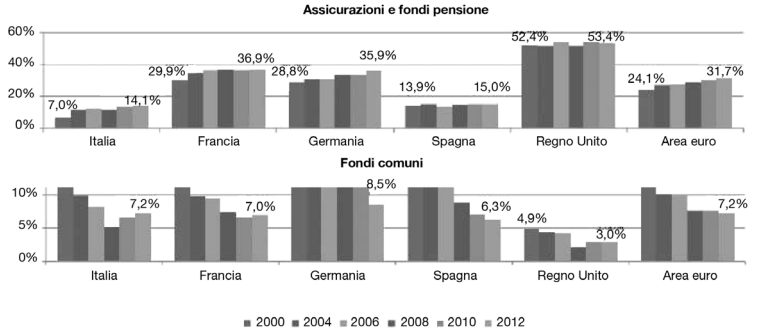
[10] La raccolta diretta include deposito a risparmio, certificati di deposito, conti di deposito, obbligazioni della banca, pronti contro termine.

Figura 4 - Investitori istituzionali (fondi comuni, assicurazioni e fondi pensione): incidenza del patrimonio sulle attività finanziarie delle famiglie



Fonte: Banca d'Italia (anni vari), Relazione annuale

Figura 5 - Incidenza del patrimonio di assicurazioni e fondi pensione e di fondi comuni sulle attività finanziarie delle famiglie europee



Fonte: Banca d'Italia (anni vari), Relazione annuale

paesi europei, sebbene con una diversa intensità: ad esempio, tra gli anni 2006 e 2012, il peso di questi investitori istituzionali nel Regno Unito è rimasto sostanzialmente costante, crescendo di 1 punto percentuale dal 52,4% al 53,4%. Alla fine del 2012 il 14,1% delle attività finanziarie complessive delle famiglie italiane era gestito dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione, un valore pari a oltre il doppio del 2000

(7%), ma molto più contenuto rispetto a quelli di Francia, Germania e Regno Unito, che si attestano, rispettivamente, al 36,9, 35,9 e 53,4%. Per quanto concerne i fondi comuni, l'Italia è passata dal valore più alto tra i sistemi finanziari esaminati all'inizio del periodo in esame (15,4%) a un modesto 7,2% alla fine del 2012, un valore esattamente pari alla media dell'Area dell'euro.

Questi dati evidenziano un pericoloso gap dell'Italia nei confronti di altri paesi europei, sia in termini di minore capacità del sistema di sostenere investimenti di lungo termine che per gli effetti degli interventi condotti sul sistema previdenziale pubblico. Tali interventi provocheranno una progressiva riduzione dei tassi di sostituzione, i parametri che misurano la variazione del reddito lordo del lavoratore nel passaggio dalla fase attiva a quella di quiescenza, e che esprimono il rapporto tra l'importo annuo della prima rata di pensione e l'importo annuo dell'ultima retribuzione. In questo contesto, la scarsa diffusione degli strumenti di previdenza complementare, il ridotto peso degli investitori istituzionali e la preferenza per investimenti di breve periodo sono limiti i cui effetti devono essere attentamente considerati. Secondo Siniscalco (2011), essi richiedono l'adozione di politiche che premino il risparmio previdenziale e, in generale, le forme di investimento a lungo termine. Occorre, da questo punto di vista, una razionalizzazione della disciplina della previdenza complementare e l'istituzione di uno specifico regime fiscale di favore. Queste misure dovrebbero favorire l'affermazione di forme di risparmio "volontario agevolato", che completerebbe la gamma di strumenti a disposizione delle famiglie per investire sul lungo periodo. L'allungamento dell'orizzonte di investimento della clientela dovrebbe rendere coerente la composizione dei portafogli con "obiettivi di redditività ottenibili nel medio-lungo

periodo ottimizzando la movimentazione o ricomposizione dei portafogli che troppe volte è stata finalizzata alla generazione di commissioni" (Fornasari, 2011)[11].

La capacità dei paesi dell'Unione europea di riposizionarsi lungo il sentiero della crescita sostenibile, della creazione di posti di lavoro e di sviluppo della propria competitività nel confronto internazionale, passa certamente anche per il soddisfacimento dei fabbisogni di investimento di lungo periodo. A tal fine, sia gli Stati che le imprese hanno bisogno di accedere a finanziamenti caratterizzati da analogo orizzonte temporale, la cui disponibilità dipende dall'efficacia e dall'efficienza con cui il sistema finanziario vi indirizza i risparmi delle unità finanziarie in surplus. La crisi finanziaria ha inciso negativamente su questa capacità. Il documento *Green Paper on Long Term Financing of the European economy*, predisposto e reso noto dalla Commissione europea lo scorso marzo, si propone di stimolare il dibattito circa i modi per favorire la fornitura di finanziamenti a lungo termine, migliorare e diversificare il sistema del'intermediazione finanziaria al fine di sviluppare l'investimento a lungo termine in Europa. In particolare, secondo la Commissione, l'azione volta a migliorare la disponibilità di finanziamenti a lungo termine dell'economia europea dovrebbe affrontare i seguenti punti:

– la capacità degli istituti finanziari di effettuare impieghi a medio-lungo termine;
– l'efficienza e l'efficacia dei mercati finanziari nell'offrire strumenti di finanziamento di lungo periodo;
– i fattori trasversali che consentano risparmi e finanziamenti a lungo termine;

[11] Cfr. Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).

– la facilità di accesso delle PMI ai finanziamenti bancari e non bancari.

In merito al primo punto, la maggiore dipendenza dell'Europa dal finanziamento bancario rispetto, ad esempio, agli Stati Uniti potrebbe, già nell'immediato futuro, creare problemi per il finanziamento a lungo termine dei progetti di investimento delle imprese, sebbene i segnali provenienti dall'analisi delle tendenze del credito bancario non appaiono così negativi come qualche mese fa. In particolare, mentre dalla Bank Lending Survey dell'ottobre 2012 emergeva un inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito rispetto al secondo trimestre del 2012 – che riguardava tanto i prestiti a breve termine quanto quelli a lunga scadenza (nel primo caso, la percentuale netta[12] di banche che segnalava un irrigidimento nei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese era passata dall'8 all'11%, mentre nel secondo essa era cresciuta dall'11 al 14%) – nella survey relativa al primo trimestre del 2013 si è registrato, invece, un declino rispetto ai valori del quarto trimestre del 2012: la percentuale netta di banche che segnalava un irrigidimento nei criteri per l'erogazione di prestiti era scesa al 5% per i prestiti a breve termine e all'11% per i finanziamenti a lungo termine. Inoltre, secondo la più recente survey di luglio scorso, nel secondo trimestre dell'anno l'irrigidimento netto degli standard creditizi relativo ai prestiti alle imprese si è attestato al 7%, al si sotto del valore medio calcolato a partire

[12] La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

dal 2003, anno della prima pubblicazione dell'indagine; quello dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è sceso al 7%, dal 14% del primo trimestre 2013; i prestiti al consumo hanno fatto osservare, rispetto ai primi tre mesi del 2013, il passaggio da un irrigidimento netto del 7% a un allentamento netto del 2%.

Per quanto riguarda l'efficacia e l'efficienza con cui i mercati finanziari offrono strumenti di finanziamento di lungo periodo, nonostante la grande crescita registrata dai mercati obbligazionari europei negli ultimi anni[13], le obbligazioni di società non finanziarie rappresentano appena il 15% del debito delle imprese in Europa, valore sensibilmente più basso rispetto ad altre economie, e i mercati obbligazionari europei sono sostanzialmente preclusi alle imprese a media capitalizzazione e alle PMI. Inoltre, rispetto ad altre aree economiche, la gamma degli strumenti di finanziamento a lungo termine è limitata anche dallo sviluppo inferiore dei mercati europei della cartolarizzazione.

Con riferimento ai fattori trasversali che agevolino risparmi e finanziamenti a lungo termine, i regimi fiscali e gli altri provvedimenti delle autorità pubbliche costituiscono un importante stimolo nella misura in cui riescono ad aumentare gli incentivi delle famiglie ad accumulare risparmi nel tempo e quelli degli operatori del settore finanziario a incanalare il finanziamento a lungo termine verso investimenti produttivi. Alcuni Stati membri hanno adottato misure intese a promuovere il risparmio e l'investimento a lungo termine delle famiglie. In taluni paesi sono stati introdotti regimi pensionistici

[13] Per esempio, le consistenze in essere di titoli di debito emessi da imprese non finanziarie dell'Area dell'euro ammontavano complessivamente a 940 miliardi di euro a luglio 2012, rispetto a circa 652 miliardi di euro all'inizio del 2008 (BCE).

con opzioni di iscrizione automatica, mentre in altri sono stati creati conti di risparmio[14] volti a sostenere il finanziamento di progetti di investimento a lungo termine attraverso un rendimento fisso garantito (dallo Stato) e determinate agevolazioni fiscali. La struttura e il livello della tassazione possono ripercuotersi sulle decisioni di investimento e di risparmio e, di conseguenza, sugli investimenti, sull'allocazione del capitale e sulla crescita di un'economia. Anche il governo societario può giocare un ruolo fondamentale ai fini del finanziamento a lungo termine, in quanto adeguate regole di corporate governance possono allineare gli incentivi dei gestori delle attività, degli investitori e delle imprese su strategie di lungo termine, attenuando le preoccupazioni sulla propensione al breve termine, sulle speculazioni e sui rapporti di agenzia.

Infine, avendo riguardo alla facilità di accesso delle Pmi ai finanziamenti bancari e non bancari, nonostante sia stata registrata una crescita dei mercati a lungo termine, come quelli del finanziamento delle immobilizzazioni (*asset finance*) e del finanziamento esteso alla filiera (*supply-chain finance*), restano auspicabili ulteriori interventi con riferimento allo sviluppo del capitale di rischio, influenzato dalla regolamentazione prudenziale applicata ai settori bancario e assicurativo, dall'introduzione di nuovi strumenti di cartolarizzazione per le Pmi e dallo sviluppo di standard per l'attribuzione di rating del credito alle Pmi, finalizzato a superare la carenza di informazioni affidabili su tale categoria di imprese e le conseguenti difficoltà a valutare il relativo merito di credito.

[14] Per esempio il *Livret A* in Francia o i libretti postali in Italia e il *Bausparvertrag* (contratti di risparmio per il finanziamento dell'abitazione) in Germania.

2.4 Le caratteristiche della struttura distributiva dei prodotti finanziari nei principali paesi dell'Area dell'euro[15]

L'eterogeneità della struttura distributiva dei prodotti e servizi finanziari adottata nei principali paesi europei è ben evidenziata nella tavola 2, che rappresenta sinteticamente le figure coinvolte nella regolamentazione e nel concreto funzionamento dell'industria della distribuzione e della consulenza in materia di investimenti nei principali paesi dell'Area euro e nel Regno Unito[16].

La struttura dei canali distributivi in Italia ha subito, al pari di quella degli altri principali paesi europei, profondi cambiamenti finalizzati a un recupero di efficienza, perseguito prevalentemente tramite il ridimensionamento dei costi dei canali fisici della distribuzione (promotori, agenzie e sportelli bancari) e la corretta articolazione dei canali virtuali e dei punti di accesso al sistema dei pagamenti. In linea generale, i dati a disposizione segnalano che in tutti i principali sistemi finanziari europei, gli intermediari coinvolti nella distribuzione sono impegnati in un processo di razionalizzazione della propria presenza sul territorio.

Proprio nella prospettiva della razionalizzazione dei canali distributivi, con riferimento alla rete dei promotori finanziari e al minor presidio da parte delle banche di questo canale, la crisi ha, da un lato, favorito l'uscita delle figure meno valide

---

[15] Il presente sottoparagrafo è basato, previo un aggiornamento dei dati, ove possibile, su una parte del contenuto della ricerca realizzata dal Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della LUISS Guido Carli in collaborazione con ASSORETI (CASMEF, marzo 2012).

[16] Per una analisi delle caratteristiche dei sistemi distributivi dei paesi analizzati in tavola, si veda Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari (CASMEF, marzo 2012).

Tavola 2 - La struttura distributiva dei prodotti finanziari in Europa: i soggetti coinvolti

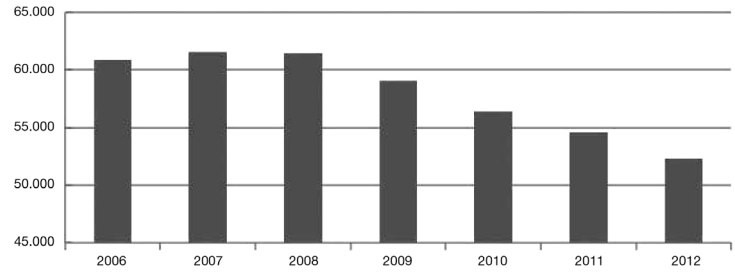
Paese	Istituzioni coinvolte nella disciplina e nel funzionamento della distribuzione dei prodotti finanziari	Soggetti che distribuiscono prodotti finanziari	Soggetti che offrono servizi di consulenza	Chi svolge il ruolo del PF all'estero?
Francia	Autorité des marchés financiers (AMF), Banque de France	Banche, compagnie assicurative, società di investimento, financial investment adviser, tied agent (mono e plurimandato)	Financial investment adviser	Financial investment adviser, tied agent
Germania	Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), Bundesbank	Intermediari finanziari, broker, independent financial adviser, multi-tied adviser, single-tied adviser	Finanzberater (sino al 2007), independent financial adviser, tied-agent	Independent financial adviser, multi-tied adviser (Mehrfachagent), single-tied adviser (Gebundener Vertreter)
Regno Unito	Financial Services Authority	Intermediari (inclusi accordi di bancassurance), tied agent (mono e plurimandato), independent financial adviser	Independent financial adviser, whole-of-market adviser, tied agent (mono e plurimandato)	Independent financial adviser
Spagna	Comisión nacional del Mercado de Valores	Banche, società di gestione fondi di investimento, empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de carteras)	Empresas de servicios de inversión, empresas de asesoramiento financiero (sia persona fisica che giuridica)	Empresas de Servicios de Inversión

Fonte: CASMEF (2012)

sotto il profilo professionale, e, dall'altro, ha prodotto quel miglioramento sul fronte della produttività che in parte spiega la crescita del peso delle reti di promotori sul totale delle attività finanziarie delle famiglie. Durante la crisi, gli intermediari attivi nel servizio di consulenza hanno svolto un ruolo di am-

mortizzatore anticiclico degli effetti delle difficoltà dei mercati, assistendo i propri clienti nel controllo della loro emotività sulle scelte di investimento e continuando a generare una raccolta netta positiva. Per quanto riguarda, in particolare, i promotori finanziari, nel corso del 2011 è proseguita la flessione del numero degli iscritti all'Albo. Come evidenziato nella figura 6, al 31 dicembre 2012 il numero degli iscritti all'Albo è pari a 52.268, di cui 33.480 con mandato (attivi), pari al 64,05% del totale, e 18.788 senza mandato (non attivi), pari al 35,95% del numero complessivo di iscritti.

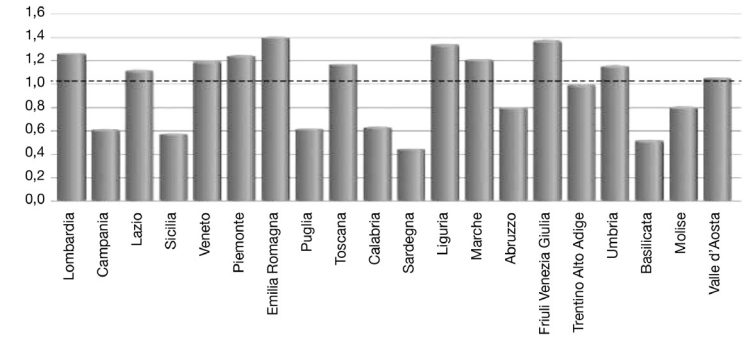
Figura 6 - Numero di promotori finanziari iscritti all'Albo dei promotori finanziari



Fonte: Organismo per la tenuta dell'Albo dei Promotori Finanziari

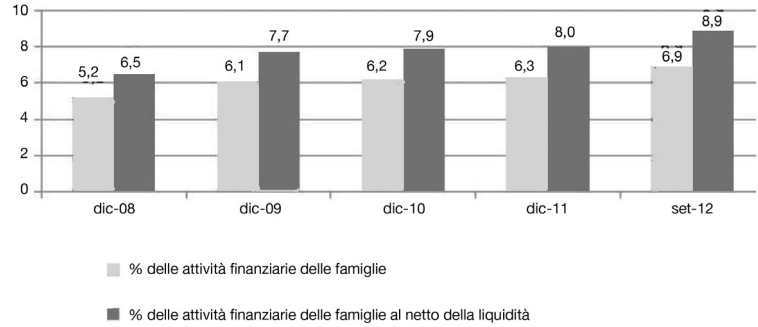
Un dato interessante, relativo alla presenza dei promotori finanziari sul territorio nazionale, è rappresentato dal rapporto tra la distribuzione percentuale dei promotori e quella della popolazione residente per regione: il cosiddetto indice di equilibrio dei promotori rispetto alla popolazione. Esso è illustrato nella figura 7, dalla quale emerge come tale indice sia maggiore di 1 nelle regioni del Nord, a significare una presenza dei promotori più che proporzionale rispetto alla popolazione, e minore dell'unità per le regioni meridionali.

Figura 7 - Indice di equilibrio dei promotori rispetto alla popolazione residente per regione



Fonte: Organismo per la tenuta dell'Albo dei Promotori Finanziari

Figura 8 - Incidenza del collocamento delle reti dei promotori finanziari (valori percentuali)



Fonte: ASSORETI

Secondo i dati di ASSORETI, riferiti al settembre 2012, relativamente alle consistenze patrimoniali degli asset finanziari detenuti dalle famiglie italiane censite dalla Banca d'Italia, il 6,9% delle attività finanziarie è stato collocato dalle reti di promotori che operano per conto di imprese associate. L'incidenza salirebbe all'8,9% se si considerasse il patrimonio fi-

nanziario delle famiglie al netto della liquidità detenuta sotto ogni forma di deposito.

La ricerca di maggiore efficienza e produttività ha dato risultati positivi se si analizzano la capacità produttiva rispetto alle masse di propria pertinenza e i volumi pro-capite di raccolta. Considerando le diverse tipologie di gruppo (assicurativo, bancario e finanziario) di appartenenza delle reti dei promotori, secondo i dati di ASSORETI riferiti all'intero 2012 l'innalzamento dei livelli di produttività delle reti di intermediari appartenenti a gruppi assicurativi è risultato più contenuto rispetto al 2011 (tavola 3).

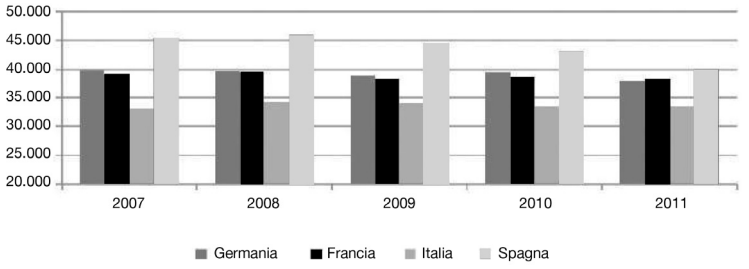
Tavola 3 - Indici di produttività dei promotori finanziari

	Raccolta netta/ Patrimonio medio (%)		Raccolta netta/PF (euro x 1.000)	
	2011	2012	2011	2012
Assicurativa	5,9	6,2	600	750
Bancaria	3,9	4,0	442	485
Finanziaria	3,9	6,9	412	804
Totale	4,6	5,0	507	605

Fonte: ASSORETI

L'altro principale canale fisico di distribuzione è rappresentato dagli sportelli bancari. In media, come rappresentato nella figura 9, gli sportelli bancari presenti nell'Area dell'euro al dicembre 2011 erano diminuiti del 5,1% rispetto al dato del dicembre 2008; la Spagna ha fatto osservare durante i cinque anni analizzati, il calo più elevato, pari a quasi il 13%, seguita dalla Germania (4,2%), dalla Francia (2,9%), e dall'Italia, che ha registrato la riduzione più contenuta tra i paesi in questione (1,8%).

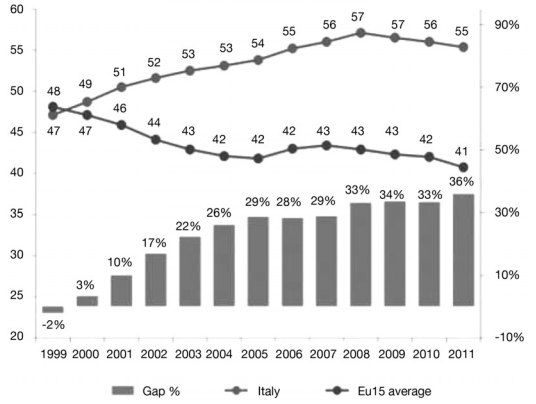
Figura 9 - N. di sportelli bancari nei principali paesi dell'Area dell'euro



Fonte: ECB (2012)

Se si analizza il trend della diffusione territoriale degli sportelli bancari italiani (rapportandolo al numero di abitanti), emerge che negli ultimi quattro anni il seppur consistente sforzo di razionalizzazione del numero di sportelli (circa 1.600 sportelli in meno) non è stato sufficiente a ridurre la distanza rispetto alla media europea, anch'essa in sensibile riduzione (figura 10).

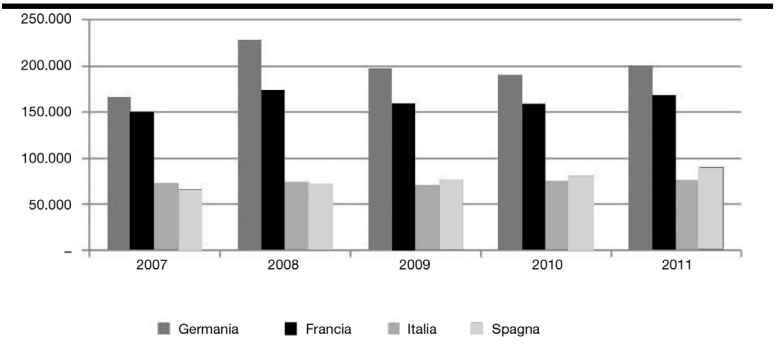
Figura 10 - Trend sportelli bancari per 100.000 abitanti nell'Area dell'euro



Fonte: elaborazioni ABI su dati ECB (2012)

Nonostante la razionalizzazione della struttura distributiva, il sistema bancario italiano registra un gap di produttività nei confronti, in particolare, di Francia e Germania: secondo Carletti (2009), in Italia, il numero di conti correnti per sportello è più basso di quello registrato per gli altri due paesi europei, e lo stesso vale per i volumi di impieghi e depositi per sportello. Dalla figura 11 si evince come il volume di attivo generato in media da uno sportello bancario italiano abbia registrato una crescita del 7,4% nel corso del triennio 2009-2011, sebbene la distanza di Italia e Spagna rispetto a Germania e Francia rimanga molto elevata: in media, al dicembre del 2011, uno sportello bancario italiano sviluppava un massa di attivo pari a 76 milioni di euro, contro i 168,3 degli sportelli bancari francesi e gli oltre 200 milioni di quelli tedeschi. Il recupero di efficienza e produttività deve passare per una decisa azione sul fronte dei costi, sull'articolazione dei canali distributivi fisici e sulla valorizzazione della multicanalità, ma anche attraverso interventi sul versante dei ricavi, attraverso l'allungamento dell'orizzonte temporale di investimento dei risparmiatori e il ridimensionamento delle masse investite in prodotti a contenuta marginalità.

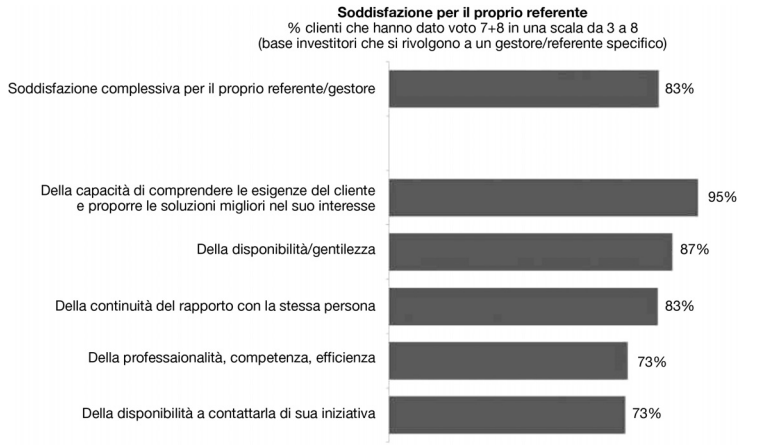
Figura 11 - Totale attivo per sportello nei principali paesi dell'Area dell'euro



Fonte: Ecb (2012)

Negli ultimi anni, al fine di rendere disponibile ai risparmiatori una figura di riferimento volta ad accompagnarli nel processo di allocazione del proprio risparmio, le banche hanno introdotto nel proprio modello di servizio la figura del "gestore della relazione". Recenti indagini di mercato registrano un'elevatissima *customer satisfaction* per il lavoro svolto da tali professionalità. Valutazioni particolarmente positive vengono espresse dalla clientela per la capacità del gestore di comprendere le esigenze del cliente e proporre le soluzioni migliori (figura 12).

Figura 12 - Customer Satisfaction per il gestore della relazione



Fonte: Osservatorio ABI GfK EURISKO (2012)

In merito ai prodotti distribuiti dalle banche italiane, l'impegno a rinnovare un volume rilevante di obbligazioni in scadenza ha inciso sulle strategie distributive adottate negli ultimi anni. In generale, il canale retail assume un peso assai significativo nel collocamento delle emissioni obbligazionarie

delle banche: secondo i dati della Banca d'Italia, alla fine di settembre 2012 la raccolta era composta per il 64% da provvista al dettaglio da residenti (depositi e obbligazioni). Con riferimento ai prodotti obbligazionari, è interessante sottolineare che una parte rilevante del totale è rappresentata da strumenti molto semplici, caratterizzati da ridotta durata ed elevata liquidabilità: i cosiddetti "bond da banco"[17]. Infatti, da un'indagine condotta dall'ABI su un campione di 7.770 obbligazioni, emesse da 289 banche nel triennio 2008-2010 e destinate al segmento retail, è emerso che l'offerta di strumenti obbligazionari bancari ai risparmiatori italiani si concentra proprio su prodotti semplici e di breve durata, caratterizzati da un adeguato grado di liquidabilità, garantito dalla negoziazione da parte di *trading venues* o tramite impegni al riacquisto dell'emittente o degli intermediari collocatori. A questo proposito, la caratteristica della liquidabilità sarebbe assicurata dall'adozione assai diffusa da parte delle banche italiane delle Linee Guida Interassociative sui prodotti illiquidi validate dalla CONSOB nell'agosto 2009.

Il soggetto che distribuisce prodotti finanziari si confronta inevitabilmente con il bisogno di un'assistenza di natura consulenziale nell'ambito delle scelte di portafoglio. Tale bisogno è comune a tutte le tipologie di investitori e non può essere soddisfatto da un unico servizio indistintamente erogato nei confronti di tutti i vari segmenti di clientela.

Le tipologie di clientela servite tramite il canale classico dello sportello bancario e quello dei promotori finanziari non sono uniformi: le categorie più sofisticate sono normalmente servite da strutture di matrice bancaria che erogano servizi più evoluti, ossia le reti di *private banker*; il segmento di clien-

[17] Cfr. Sabatini (2011).

tela *mass/family*, che beneficiano invece di un servizio di consulenza di base a limitato livello di personalizzazione, è invece normalmente servito da banche commerciali e reti di promotori, nell'ambito di un servizio che è principalmente finalizzato al collocamento di "prodotti della casa". Peraltro, anche laddove l'offerta allo sportello risultasse, apparentemente, concentrata su prodotti della casa, questo non implicherebbe necessariamente la totale chiusura a case di gestione terze posto che, in alcuni prodotti composti (quali le GPF o i fondi di fondi) sono le strutture centrali della banca (gli uffici di *wealth management* o la SGR di gruppo) che procedono al *blending* dei migliori prodotti. All'interno delle banche commerciali, dunque, le strutture di *private banking* si rivolgono a individui con patrimonio investibile normalmente superiore a 500.000 euro, nei confronti dei quali l'approccio commerciale è caratterizzato da un elevato livello di personalizzazione e da un maggior valore aggiunto. Non va trascurato, tuttavia, che anche le reti di promotori finanziari possono erogare, al fianco di quella di base, un servizio di consulenza più evoluta nei confronti dei segmenti di clientela trasversali alle fasce patrimoniali *upper mass*, *lower affluent* e *affluent* ai quali questi ultimi tipicamente si rivolgono.

La maggiore disponibilità di informazioni circa la distribuzione dei prodotti assicurativi consente un confronto internazionale più agevole. A ciò si aggiunga che la proposta di direttiva IMD2 esaminata nel paragrafo 4 tiene in esplicito conto dei risultati di uno studio di impatto affidato dalla Commissione europea alla società di consulenza PricewaterhouseCoopers[18]. Lo studio analizza il mercato assicurativo europeo e fornisce report di sintesi sui principali indicatori di mer-

[18] Cfr. PricewaterhouseCoopers (2011).

cato. Sono stati inoltre selezionati cinque paesi (Belgio, Finlandia, Francia, Regno Unito, Germania, che insieme rappresentano oltre il 60% dei premi assicurativi lordi dell'intera area europea), giudicati molto differenti tra loro sulla base delle caratteristiche del mercato e dei canali di distribuzione. All'interno di questi paesi è stata condotta un'analisi molto approfondita in merito ai principali temi oggetto d'intervento con la proposta di direttiva IMD2.

Nell'analisi del mercato di riferimento lo studio di Pwc differenzia tra prodotti del segmento vita e prodotti non vita. I dati sotto riportati confermano la sensibile eterogeneità nella struttura distributiva dei diversi paesi europei. Ci sono paesi, come la Germania, in cui gli agenti assicurativi dominano il mercato sia del ramo vita che del ramo non vita, men-

Tavola 4 - Five cluster groups for the life-insurance market in the Eu

Life-insurance	Group 1 (life)	Group 2 (life)	Group 3 (life)	Group 4 (life)	Gorup 5 (life)
Surveyed countries	Uk	France, Belgium	Germany	Finland	–
Similar countries	Ireland[1], Bulgaria	Austria, Italy, Malta, Poland, Portugal, Spain	Netherlands, Slovenia, Luxembourg[2]	Denmark, Estonia, Latvia, Lithuania, Sweden	Slovakia[3], Cyprus[2], Czech Rep.[2], Greece[2], Hungary[2], Romania[2]
Number of countries	3	8	4	6	6
% of total Eu gross written premium	26%	47%	18%	7%	1%

[1] Correlation is low at around 50%. Direct writers in Ireland and Bulgaria also have a large market share in the life-insurance market.
[2] No breakdown by distribution channel available.
[3] The Slovakian life-insurance market is nominated by direct writers.

Fonte: PwC (2011)

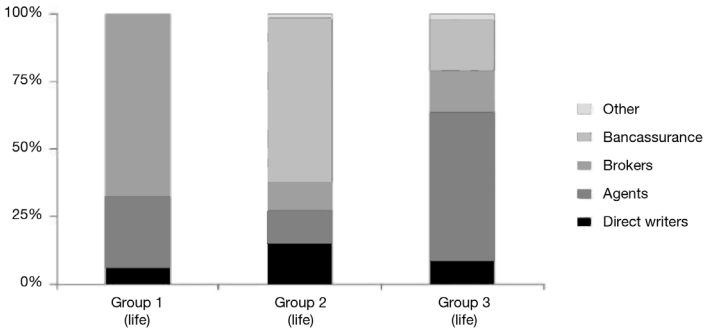
tre nel Regno Unito entrambi i settori vedono nei broker assicurativi il principale canale distribuzione. In Italia, per esempio, la situazione è molto diversa, e vede i prodotti del ramo vita distribuiti tramite accordi di *bancassurance*, mentre per i prodotti non vita il canale di distribuzione prevalente è quello degli agenti assicurativi.

Prendendo in esame il ramo vita, lo studio PwC divide il mercato europeo in cinque gruppi di paesi con caratteristiche diverse, sintetizzate nella tavola 4 e nella figura 13. I primi tre gruppi coprono circa il 92% del mercato di riferimento e sono caratterizzati da differenze molto marcate con riferimento ai canali di distribuzione. Il primo gruppo (Regno Unito, Irlanda, Bulgaria) vede nei broker assicurativi i principali canali di distribuzione dei prodotti vita, con oltre il 70% del mercato, seguiti dagli agenti d'assicurazione. Il secondo gruppo di paesi (Francia, Belgio, Austria, Italia, ecc.) vede nella *bancassurance* il primo canale di distribuzione, mentre il terzo gruppo (Germania, Slovenia, Lussemburgo, Olanda) è caratterizzato da una netta prevalenza degli agenti assicurativi. È da notare come la presenza e il ruolo della *bancassurance* nella distribuzione dei prodotti assicurativi vita sia una prerogativa del secondo gruppo di paesi (quello comprendente l'Italia), mentre è sostanzialmente assente nel primo gruppo di paesi e molto limitato nel secondo (figura 13).

Sensibilmente differente è il risultato della medesima analisi condotta, però, avendo a riguardo alla distribuzione dei prodotti assicurativi non vita, sintetizzata nella tavola 5 e nella figura 14. La *bancassurance* rappresenta in tutti i *cluster* analizzati un canale assolutamente residuale. Il primo gruppo di paesi (Austria, Irlanda, Belgio, Regno Unito) registra una netta prevalenza del canale di vendita rappresentato dai broker assicurativi, mentre il secondo gruppo di paesi ha un so-

stanziale equilibrio tra gli agenti e la sottoscrizione diretta non intermediata (*direct writer*). Il terzo gruppo di paesi, cui appartiene l'Italia, vede negli agenti il primo canale di distribuzione dei prodotti assicurativi dei rami danni.

Figura 13 - Three main distribution channel models for the life insurance market (weighted average)



Fonte: PwC (2011)

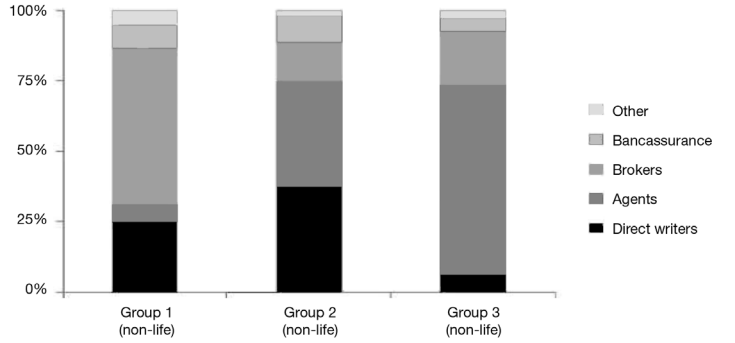
Tavola 5 - Five cluster groups for the non-life insurance market in the Eu

Non life-insurance	Group 1 (non-life)	Group 2 (non-life)	Group 3 (non-life)	Group 4 (non-life)	Gorup 5 (non-life)
Surveyed countries	Uk, Belgium	France	Germany	Finland	–
Similar countries	Austria, Ireland	Bulgaria, Netherlands, Slovakia, Spain	Italy, Luxembourg, Poland, Portugal, Slovenia, Romania	Denmark, Estonia, Latvia, Lithuania, Sweden	Cyprus[1], Czech Rep.[1], Greece[1], Hungary[1], Malta[1]
Number of countries	4	5	7	6	5
% of total Eu gross written premium	20%	39%	35%	4%	3%

[1] No breakdown by distribution channel available.

Fonte: PwC (2011)

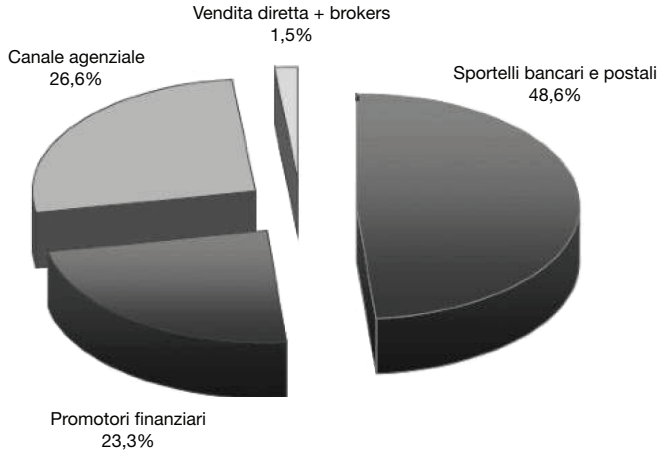
Figura 14 - Three main distribution channel models for the non-life insurance market (weighted average)



Fonte: PwC (2011)

Nel prosieguo si presenta un focus sulla distribuzione dei prodotti assicurativi nel nostro Paese. Anche con riferimento al 2012, secondo quanto mostrato nella figura 15, in base ai dati della relazione annuale dell'IVASS riferiti alla distribuzione dei prodotti vita, gli sportelli bancari e postali hanno costituito il canale distributivo maggiormente utilizzato (48,6%), ma con una diminuzione dei premi rispetto all'esercizio precedente del 16% circa. Il canale agenziale ha distribuito il 26,6% dei prodotti vita (25,6% nel 2011). In questo caso, nella raccolta di prodotti di ramo I si è rilevato un aumento (27,7% nel 2012; 26% nel 2011), mentre la distribuzione di prodotti *unit* e *index linked* è tornata ai livelli del 2010, scendendo dal 7,4% del 2011 al 5,5% del 2012. È, infine, cresciuta la percentuale di prodotti vita distribuiti tramite promotori finanziari (23,3% contro il 18,3% del 2011), mentre è rimasta stabile la raccolta effettuata attraverso altre forme di vendita diretta e broker (1,3% circa).

Figura 15 - Canali distributivi dei prodotti assicurativi ramo vita (2012)



Fonte: IVASS (2013)

Secondo i dati relativi ai canali distributivi elaborati dell'ANIA (tavola 6), la variazione media annua della raccolta premi degli sportelli bancari e postali è risultata appena positiva e pari al 3,3%. Il canale distributivo dei promotori finanziari ha registrato un incremento medio annuo del 24,6%, quello degli agenti ha fatto osservare una riduzione media annua del 2,4%; la vendita diretta, che si riferisce alla vendita tramite gerenze e/o agenzie in economia, è cresciuta con un progresso medio annuo dell'1,8%, e i broker hanno sperimentato una diminuzione media annua della raccolta premi di appena lo 0,4%. In termini di quote di mercato, nel corso del quinquennio 2008-2012, queste dinamiche si sono tradotte:

– in un valore medio osservato pari al 54,8% per gli sportelli bancari e postali. In particolare, la quota di mercato del canale in questione nel 2012 è scesa al 48,5% rispetto al 54,7% del 2011;

– in un valore medio del 16,7% per i promotori finanziari, che hanno fatto osservare, nell'arco dell'orizzonte temporale considerato, una crescita dal 9,9% del 2008 al 23,3% del 2012;
– in un valore medio del 17,5% per gli agenti, in calo dal 23,6% del 2008 al 16,3% del 2012;
– in un valore medio del 9,8% per la vendita diretta, che ha fatto osservare una leggera contrazione nell'arco di tempo considerato, passando dall'12,5% del 2008 al 9,8% del 2012.

Tavola 6 - Analisi dei canali distributivi - Rami vita (valori %)

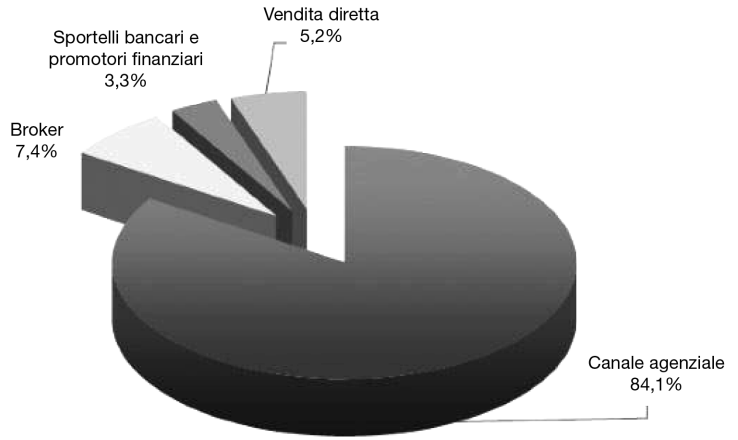
Canali	Quota di mercato						Var. media annua raccolta premi
	2008	2009	2010	2011	2012	Media (2008-2012)	
Sportelli bancari e postali	52,5	58,1	60,3	54,7	48,5	54,8	3,3
Promotori finanziari	9,9	16,2	15,9	18,4	28,3	16,7	24,6
Agenti	23,6	15,9	15,3	16,4	16,3	17,5	-2,4
Vendita diretta	12,5	8,7	7,4	9,5	10,7	9,8	18,8
Broker	1,5	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	-0,4

Fonte: ANIA (2013)

Per quanto riguarda i canali distributivi del ramo danni, secondo i dati IVASS riferiti all'anno 2012 illustrati nella figura 16, quello agenziale, dopo la lieve flessione della raccolta nel 2011 rispetto al 2010 (83,7% rispetto all'84,4%), ha sperimentato un aumento all'84,1%. È in lieve calo la distribuzione effettuata attraverso i broker (7,4% nel 2012, rispetto all'8% circa del 2011), così come la vendita attraverso il canale bancario che, insieme ai promotori finanziari, ha distri-

buito il 3,3% dei prodotti rispetto al 3,6% del 2011, mentre le altre forme di vendita diretta hanno incrementato la loro incidenza al 5,2%, rispetto al 4,1% del 2010 e al 4,7% del 2011.

Figura 16 - Canali distributivi dei prodotti assicurativi ramo danni (2012)



Fonte: IVASS (2013)

I dati dell'ANIA, riferiti al periodo 2008-2012, evidenziano che la rete agenziale, il tradizionale canale di raccolta nei rami danni, ha fatto osservare una variazione media annua della raccolta premi in calo dell'1,8% (tavola 7). I broker, che sono rimasti il secondo canale di raccolta dei premi afferenti ai rami danni, hanno registrato una dato medio annuo in calo dell'1,2% nel corso dei cinque anni esaminati[19]. La variazione

[19] L'ANIA evidenzia che il peso dei broker è sottostimato in quanto non tiene conto di una quota importante dei premi che tali intermediari raccolgono ma che viene presentata alle agenzie e non direttamente alle imprese.

annua media della raccolta premi riconducibile al canale della vendita diretta è stata positiva e pari al 3,9%, con una crescita della vendita diretta tramite Internet e telefono pari, in media, al 9,9%. Gli sportelli bancari e postali hanno fatto osservare performance di crescita media annua pari al 6,9%, mentre i promotori finanziari hanno sperimentato una riduzione del 2%. Le quote di mercato di entrambi questi ultimi canali distributivi restano molto basse, soprattutto con riferimento ai promotori finanziari, che durante il quinquennio analizzato hanno raccolto in media lo 0,1% dei premi relativi ai contratti dei rami danni. Le dinamiche appena descritte si sono tradotte in una evoluzione delle quote di mercato che conferma il ruolo fondamentale del canale agenziale, con una quota di mercato media di quasi l'84%, seguito dai broker e dalla vendita diretta, che mostrano valori del 7,7 e del 6,8%, rispettivamente.

Tavola 7 - Analisi dei canali distributivi - Rami danni (valori %)

Canali	Quota di mercato						Var. media annua raccolta premi
	2008	2009	2010	2011	2012	Media (2008-2012)	
Agenti	83,8	83,0	82,4	81,8	81,0	82,8	-1,8
Broker	7,6	7,9	7,7	7,6	7,6	7,7	-1,2
Vendita diretta	6,3	6,0	6,6	7,0	8,1	6,5	3,9
di cui Internet e vendita telefonica	*2,8*	*2,9*	*3,6*	*4,1*	*4,7*	*3,4*	*9,9*
Sportelli bancari e postali	2,1	2,9	3,2	3,4	3,2	2,9	6,9

Fonte: ANIA (2012)

2.5 Open architecture e specializzazione nella distribuzione dei prodotti[20]

Negli ultimi anni, le strategie di offerta dei prodotti e servizi finanziari sono cambiate a seguito delle novità normative intervenute e per effetto della crisi finanziaria. Al riguardo, gli interventi normativi di maggiore rilievo sono sia la MiFid, nella sua originaria versione (direttiva 2004/39/Ce e direttiva 2006/73/Ce) e nella nuova versione (MiFid II) in corso di ultimazione presso le competenti sedi comunitarie, sia la direttiva 2009/65/Ce (Ucits IV).

Con il recepimento della Ucits IV[21] il mercato europeo intende compiere ulteriori passi nella direzione di maggiore concorrenza e trasparenza. Le novità introdotte sono numerose, ma possono essere raccolte sotto un unico denominatore comune: aumentare l'integrazione del mercato europeo e, allo stesso tempo, la protezione degli investitori. In particolare, è stata facilitata la gestione di fondi in un paese diverso da quello di insediamento, stimolando così un'organizzazione più snella delle società di investimento. Inoltre, sono previste nuove regole per le fusioni transfrontaliere e nuove strutture (*master-feeder*), che mirano a migliorare l'efficienza dei fondi distribuiti. Infine, tra le nuove regole di condotta delle Sgr è previsto un nuovo documento sintetico da consegnare agli investitori, il Key Investor Information Document (Kiid), noto anche come "Informazioni chiave per gli investitori".

Al momento è ancora presto per trarre conclusioni in me-

[20] Quale ulteriore riferimento sulla tematica in oggetto, si veda la ricerca Casmef (marzo 2012), in collaborazione con Assoreti.

[21] Nonostante il termine di recepimento previsto dalla stessa Ucits IV fosse il 30 giugno 2011, in Italia i rallentamenti dei lavori parlamentari hanno reso possibile il completo recepimento solo a maggio 2012.

rito agli effetti prodotti da queste misure sull'industria dei fondi, anche se il 2012 è stato un anno molto positivo per tutta l'industria europea dei fondi comuni di investimento. Entrando nel dettaglio, i numeri diffusi da EFAMA per il 2012 parlano di una crescita del 12,4% degli asset totali gestiti che raggiungono a fine anno 8.944 miliardi di euro, di cui 6.295 in prodotti UCITS (per il 2011 il dato era pari a 7.920 miliardi, di cui 6.010 miliardi in fondi UCITS). Per l'Italia, invece, il 2012 si è chiuso con un segno negativo di oltre 11 miliardi di euro (dati ASSOGESTIONI), con risultati a macchia di leopardo per le singole società italiane e estere presenti sul mercato. I dati dei primi mesi del 2013 appaiono invece molto più confortanti, ma il segnale che arriva in modo sempre più chiaro dalle statistiche ASSOGESTIONI è che i flussi di risparmio stanno privilegiando sempre più i fondi esteri. Questi prodotti ormai gestiscono circa il 70% del patrimonio (al febbraio 2005 la percentuale era 72% per i fondi italiani e 28% per i fondi esteri). Questi risultati fanno pensare a profondi mutamenti nelle tendenze di fondo del mercato del risparmio in Italia ed è probabile che a far crescere questo trend abbiano contribuito i mutamenti avvenuti nella distribuzione. In questi ultimi anni, infatti, è esploso il fenomeno delle reti dei promotori finanziari ed è cresciuta anche la distribuzione on line, erodendo la quota del tradizionale mercato bancario, da sempre storicamente legata alle SGR captive di gruppo.

Da considerare, come fattore qualificante del trend in atto, la capacità del mondo dei promotori di essere in grado di mantenere e anche aumentare la raccolta anche con mercati difficili, potendo diversificare i prodotti offerti su un'ampia gamma, rispetto al classico gestore bancario molto legato alle logiche commerciali della banca che impongono non di rado quasi esclusivamente prodotti della SGR di gruppo.

Attraverso politiche commerciali cosiddette *open architecture* i promotori finanziari e le strutture di *private banking* hanno potuto incrementare la propria quota di mercato utilizzando "l'indipendenza del collocatore" come strumento fondamentale nella costruzione del rapporto di fiducia con la clientela.

Dal canto suo la MiFid[22], grazie alle novità introdotte in tema di incentivi, di valutazione di adeguatezza e di consulenza (misure che sono state poi integrate in modo rilevante dalla comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi" e dalle correlate Linee Guida Abi-Assosim-Federcasse validate dalla Consob il 5 agosto 2009, e che sono destinate a essere rafforzate con l'attesa MiFid II), ha indotto gli intermediari a ridefinire il proprio modello di servizio mediante una più attenta analisi delle caratteristiche della clientela (cosiddetta attività di profilatura), l'implementazione di procedure di mappatura dei prodotti finanziari ispirata ai principi di multivariabilità e di non mitigabilità/mediabilità delle differenti componenti di rischio, l'offerta di una gamma di prodotti che tenga conto dei bisogni della clientela, la rimodulazione del processo di pianificazione commerciale.

È importante sottolineare come tali innovazioni, aventi un rilevante impatto sulla struttura e sull'assetto organizzativo degli intermediari, abbiano necessariamente avuto una implementazione graduale e sono, peraltro, soggette a perfezionamenti continui. D'altro canto, proprio in virtù delle diverse caratteristiche della clientela, la gamma dei prodotti offerti dagli intermediari tende a essere differenziata anche in funzione dei differenti target di clientela serviti.

[22] Il recepimento della MiFid è avvenuto il 30 ottobre 2007.

Negli ultimi anni le banche hanno cominciato a segmentare il servizio di consulenza a seconda del target di clientela servito, prevedendo anche il servizio di consulenza cosiddetta evoluta, tendenzialmente rivolto alla clientela *lower affluent* e *affluent* e caratterizzato da una maggiore personalizzazione, da una maggiore ampiezza della gamma di prodotti che tipicamente include anche prodotti di terzi al fine di meglio soddisfare le esigenze di diversificazione dei portafogli e dall'adozione di *fees* di consulenza. A ciò va aggiunto che vi è attenzione da parte delle banche anche nell'offerta del servizio di consulenza cosiddetta di base, rivolto alla clientela *mass market*, servizio supportato da consistenti innovazioni tecnologiche, in grado di garantire un'efficace attività di analisi e monitoraggio dei portafogli dei clienti, anche lì dove il numero degli stessi sia molto elevato.

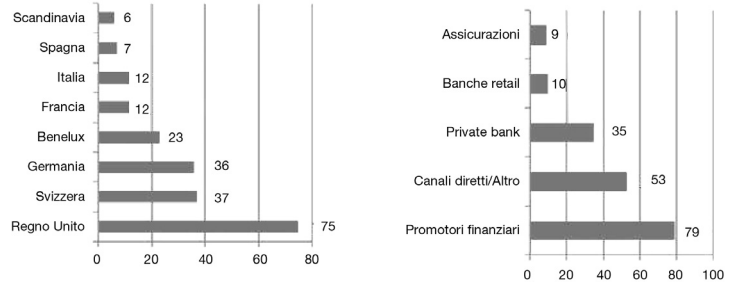
Occorre, poi, segnalare che sul fronte dell'efficientamento operativo della distribuzione dei prodotti, e in particolare dei fondi comuni di investimento, negli ultimi anni l'industria si è mossa con una iniziativa, portata avanti da ABI e ASSOGESTIONI con il supporto di CONSOB e Banca d'Italia, finalizzata a far adottare a società di gestione, banche distributrici e banche depositarie le Linee Guida per la standardizzazione dei processi operativi nell'industria del risparmio gestito. Le Linee Guida sono volte a a favorire il superamento della frammentazione dei linguaggi e dei modelli operativi per una maggior facilità nella creazione di nuovi rapporti distributivi. Quando saranno completamente adottate, la maggior efficienza e il maggior grado di apertura del sistema si rifletterà sugli investitori finali, che beneficieranno di un potenziale ampliamento dell'offerta e di una più rapida portabilità delle quote dei fondi comuni.

Il maggior grado di apertura distributiva degli intermedia-

ri al collocamento di prodotti di terzi è, senza dubbio, uno degli aspetti caratterizzanti la distribuzione negli ultimi anni. I fattori che hanno contribuito all'aumento del grado di apertura ai prodotti di terzi sono l'impossibilità di presidiare, con i prodotti "interni", tutte le *asset class* in uno scenario finanziario molto più complesso e volatile rispetto al passato, gli stimoli verso l'innalzamento della qualità del servizio che tendono a trasformare il ruolo dell'intermediario da mero collocatore a selezionatore delle migliori offerte a disposizione sul mercato, oltre che la volontà di dare una risposta concreta alla storica critica del conflitto di interesse.

Il grado di apertura verso prodotti di terzi non è lo stesso in tutti i paesi. Una recente ricerca di McKinsey stima che l'Italia, insieme alla Francia e alla Spagna, si caratterizza ancora per un basso livello di *open architecture* nell'industria del risparmio gestito: i prodotti di architettura aperta rappresenterebbero il 12% dell'industria dei fondi in Italia e Francia e solo il 7% in Spagna (figura 17, riquadro sinistro). Il canale che, secondo la ricerca McKinsey, maggiormente spinge

Figura 17 - Penetrazione di prodotti di terzi (percentuale di flussi retail) e tasso di crescita di penetrazione dei prodotti di terzi



Fonte: McKinsey

nella direzione dell'*open architecture* nell'industria europea è quello dei *financial advisor*: in Europa, il 79% degli appartenenti alla categoria si avvale dell'architettura aperta (figura 17, riquadro destro), contro un dato del 10% per le banche retail e del 9% per le compagnie assicurative.

Lo sviluppo dell'architettura aperta è ormai entrato in una seconda fase, che prevede la scelta di quali gestioni/attività tenere *in house* e quali esternalizzare, attraverso un'accurata selezione di fondi in grado di attivare un processo di sviluppo dei servizi di consulenza finanziaria, e l'apertura a un numero di società non più indefinito, ma l'individuazione di un numero più ristretto di brand partner non solo per quanto concerne la distribuzione ma anche per il servizio di consulenza e la formazione. In questa nuova fase dell'architettura aperta si avverte l'esigenza di un servizio di *advisory* e di *asset allocation* che consenta un dialogo più proficuo tra distribuzione e produzione e metta il cliente in condizione di scegliere tra due alternative: usufruire del servizio di consulenza vero e proprio o appoggiarsi a una piattaforma di fondi che gli metta a disposizione in modalità cosiddetta *execution only* il più elevato numero di prodotti. Da questo punto di vista, le esperienze di alcuni intermediari confermano il ruolo pionieristico che questi svolgono nel sistema della distribuzione italiana, offrendo, da un lato, piattaforme di investimento via web e, dall'altro, investendo sul servizio di *advisory*.

La capacità dell'industria italiana di competere nell'ambito del nuovo quadro regolamentare dipenderà in gran parte dalle scelte strategiche dei gruppi bancari italiani, che svolgono un ruolo importante negli assetti proprietari delle società di gestione e nella distribuzione dei loro prodotti. L'approccio generalista al business della gestione del risparmio, basato sul presidio dei servizi di investimento, di quelli di transazio-

ne e dell'attività di impiego, non è più considerato premiante. Nei mercati finanziariamente più evoluti, appare più marcata la separazione tra l'attività svolta dalle banche tradizionali, che si occupano principalmente di servizi quali l'offerta di carte di credito, di mutui, di conto correnti, e quella svolta da intermediari diversi, ad esempio banche molto specializzate, che si occupano degli investimenti dei loro clienti. Gli stimoli che derivano dal rinnovato, e più competitivo, scenario in via di definizione dovranno essere recepiti e trasformati in sforzi tesi a eliminare tali inefficienze. Allo stesso tempo, gli intermediari dovranno essere accorti nella gestione dei processi di adeguamento alle nuove normative, che impongono un aumento della complessità delle strutture di compliance, oltre che una generale revisione dei processi organizzativi e commerciali. Tutto ciò sta avvenendo nel contesto di razionalizzazione delle strutture e di contenimento dei costi sopra richiamato, e congiuntamente all'adeguamento alle nuove regole della vigilanza prudenziale previste da Basilea 3.

3. La MiFid Review, la disciplina dei Prip e la consulenza in materia di investimenti

3.1 Overview delle linee di intervento e degli obiettivi

Nell'ambito della protezione degli investitori e, più in generale, degli acquirenti di servizi e prodotti finanziari, la proposta di revisione della MiFid evidenzia che, stante la possibilità di sfruttare specifiche esenzioni, e alla luce dell'assenza di linee di demarcazione nette tra strumenti finanziari che perseguono obiettivi a volte molto differenti, gli investitori

possono essere indotti a compiere scelte di investimento subottimali, acquistando anche prodotti non appropriati. In generale, è opportuno ricordare che l'analisi dell'esigenza di una revisione della direttiva si inserisce nel contesto di una non uniforme copertura dei *service provider* a livello europeo. Infatti, gli Stati membri dell'Unione hanno l'opzione di non applicare la MiFid a imprese o soggetti attivi nella ricezione e trasmissione di ordini e/o nella consulenza in tema di investimento in relazione a un ampio range di strumenti finanziari, nel caso in cui tali attività siano regolate a livello nazionale[23]. Oltre 100.000 *service provider*, in forma di persona fisica o giuridica, localizzati soprattutto in Germania, beneficiano di questa esenzione, contro 8.000 imprese o istituzioni creditizie che erogano gli stessi servizi e che, però, sono autorizzati ai sensi della MiFid.

Come sostenuto recentemente dal Commissario per il Mercato interno e i servizi, Michael Barnier, "[…] il settore finanziario deve concentrarsi sui consumatori. I prodotti al dettaglio devono essere più sicuri, le informazioni corrispondenti devono diventare più chiare e coloro che vendono tali prodotti devono sempre essere soggetti alle più rigorose norme in materia". Al fine di perseguire l'obiettivo del recupero della fiducia da parte dei consumatori, è necessario fare in modo che essi possano scegliere i prodotti finanziari in base a informazioni chiare e affidabili, e a una consulenza professionale che curi in via prioritaria i loro interessi. In particolare, l'azione posta in essere dalla Commissione si sviluppa lungo tre direttrici fondamentali: una proposta di regolamento sui principali documenti informativi per prodotti di investimento al dettaglio preassemblati (Prip), la revisione della di-

[23] La direttiva non fornisce alcuna precisazione circa i contenuti di questa disciplina nazionale.

rettiva sull'intermediazione assicurativa (IMD), e una proposta per rafforzare la tutela di coloro che acquistano fondi di investimento (attualmente disciplinati dalla direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, OICVM).

La revisione della MIFID è attesa generare costi di *compliance one-off* compresi tra 512 e 732 milioni di euro e costi annui compresi tra 312 e 586 milioni di euro. L'impatto di tali costi è stato quantificato, rispettivamente, in un range compreso tra lo 0,1 e lo 0,15%, per i primi, e tra lo 0,06% e lo 0,12%, per i secondi, del totale dei costi operativi del settore bancario. I principali benefici della revisione della MIFID non sono stati quantificati, ma consisteranno in una più efficace parità concorrenziale, una maggiore trasparenza sia verso i consumatori che verso le Autorità di vigilanza, nonché in maggiori poteri di intervento per i regolatori, in un aumento della tutela degli investitori, in un recupero della fiducia dei consumatori nei confronti dei mercati finanziari, nella riduzione del rischio e nel rafforzamento della stabilità dei mercati finanziari dell'Unione europea.

3.2 I Packaged Retail Investment Product (PRIP) e i Key Information Document (KID)

I PRIP possono essere classificati in quattro gruppi principali: fondi comuni di investimento; prodotti di investimento aventi una base assicurativa, come le polizze *unit-linked*; titoli strutturati al dettaglio, come warrant, *structured note* o certificati; depositi a termine strutturati. La Commissione europea ha sottolineato l'importanza di assicurare un più coerente approccio alla distribuzione dei depositi strutturati a termine, un'attività svolta esclusivamente dalle banche e che

rappresenta il 12% del mercato complessivo dei PRIP nell'Unione europea. Coloro che investono in questi prodotti sarebbero in una posizione di svantaggio rispetto agli investitori in altre tipologie di PRIP.

L'obiettivo della Commissione europea è, in primo luogo, quello di migliorare la qualità delle informazioni fornite ai consumatori al momento dell'analisi di eventuali investimenti. Il mercato Ue degli investimenti al dettaglio vale circa 10.000 miliardi di euro e, quindi, l'assunzione di rischi imprevisti può avere conseguenze particolarmente negative se si pensa che la gran parte di questi investimenti è realizzata mediante i "risparmi di una vita". La proposta della Commissione vuole fare in modo che le informazioni sui prodotti siano sintetiche e il più possibile vicine alle esigenze dei consumatori. Ogni ideatore di prodotti di investimento (gestori di fondi, assicurazioni, banche) dovrà presentare un Key Information Document (KID) per ogni investimento che propone. In questo documento dovranno essere fornite informazioni sulle caratteristiche principali dei prodotti, sui rischi e i costi connessi all'investimento. I documenti seguiranno un formato comune per quanto riguarda la struttura, il contenuto e la presentazione, per poter essere usati dai consumatori al fine di confrontare diversi prodotti di investimento e scegliere quello che si adatta meglio alle loro necessità. I KID saranno richiesti per tutti i tipi di fondi di investimento, gli investimenti assicurativi, i prodotti strutturati al dettaglio e i piani pensionistici privati.

Premesso che, in generale, occorrerebbe uno sforzo di armonizzazione delle previsioni della proposta con quanto già previsto da altre direttive (Solvency II, UCITS, Prospectus, Alternative Dispute Resolution), vi sono alcuni punti che meriterebbero ulteriori riflessioni.

In merito, per esempio, all'ambito di applicazione, potrebbe essere opportuno inserire una soglia massima di valore dei titoli al di sopra della quale essi non sono soggetti alla disciplina, potendosi presumere che i sottoscrittori di tali titoli per importi superiori alla soglia individuata non appartengano alla categoria degli investitori retail bisognosi di tutela. Sarebbe opportuno, inoltre, evitare una proliferazione di obblighi a carico di quegli *investment products manufacturer* che sono già soggetti agli obblighi imposti derivanti da altre normative.

I prodotti pensionistici non possono essere considerati PRIP. In generale, essi non sono confrontabili con altri prodotti di investimento per la loro natura previdenziale e per le caratteristiche peculiari che possono prevedere limiti all'accesso consentito ai sottoscrittori o all'uscita dall'investimento durante la fase di accumulazione, nonché disposizioni che interessano la normativa sul lavoro, la previdenza sociale e una fiscalità differenziata rispetto agli altri prodotti. Al contrario, i prodotti *life* con un tasso di rendimento contrattualmente definito non possono essere assimilati ai PRIP perché il sottoscrittore non sostiene alcun rischio di investimento e non presentano elementi di strutturazione. Per questo si potrebbe escluderli dall'ambito di applicazione della nuova disciplina.

Per quanto concerne le previsioni in materia di KID, alcune informazioni contenute nei KID potrebbero essere considerate non necessarie. Ci si riferisce, in particolare ai *performance scenario*, tenuto conto che:

– si tratta di informazioni che presentano una qualche utilità per i soli prodotti strutturati o complessi;
– non rappresentano dunque un sostanziale aiuto per la comprensione del prodotto da parte del cliente;
– data la sensibile dipendenza dall'impostazione degli speci-

fici modelli e variabili, i risultati potrebbero essere notevolmente differenti anche tra investimenti similari, compromettendo fortemente la possibilità di comparare i prodotti e creando notevole confusione tra gli investitori.

Coerentemente con quanto appena scritto, in merito alla proposta di estendere il KID a tutti i prodotti di investimento avanzata dallo Internal Market and Consumer Protection (IMCO), uno *standing committee* del Parlamento europeo, sarebbe più ragionevole limitare inizialmente il KID ai prodotti *packaged*, rinviando l'estensione a quelli semplici a una fase successiva, subordinatamente alla profonda semplificazione di tutta la normativa comunitaria e nazionale in tema di informativa sui prodotti. In merito alla proposta di attribuire la redazione del KID in parte anche al distributore, avanzata dall'IMCO, è necessario mantenere l'impostazione originaria del KID come documento redatto esclusivamente dall'emittente e consegnato dal distributore al cliente.

I KID relativi ai prodotti assicurativi dovrebbero essere strutturati in maniera da riuscire a cogliere le caratteristiche peculiari dei prodotti in questione. Gli investitori potrebbero essere privati di informazioni importanti, come quelle relative alle prestazioni di carattere assicurativo, e non riuscire a effettuare una efficace comparazione tra diversi prodotti.

A nostro parere, potrebbe essere opportuno concedere un periodo di transizione e adeguamento, affinché i produttori possano adottare le procedure per adeguarsi ai nuovi requisiti, rivedere i processi interni coinvolti nell'implementazione del KID e organizzare la gestione del nuovo framework regolamentare che deriva dalla sovrapposizione di diverse legislazioni. Nella medesima direzione, si accoglie con favore la previsione di un termine più lungo per l'adeguamento da parte dei gestori collettivi del risparmio sottoposti a obbligo di redazione

del KID (di cui alla direttiva UCITS). A tal riguardo, sarebbe opportuno, che il termine fosse riconosciuto, non solo agli UCITS, ma anche a tutti i fondi non armonizzati che utilizzano il KID per veicolare le informazioni chiave agli investitori.

3.3 La consulenza in materia di investimenti

3.3.1 Definizione della consulenza in materia di investimenti

La consulenza finanziaria come servizio regolamentato è stata introdotta in Italia nel 1996 attraverso il decreto EUROSIM. Prima dell'entrata in vigore della MIFID, la consulenza in materia di investimenti era annoverata tra i "servizi accessori", era priva di una puntuale definizione legislativa e non era riservata a soggetti abilitati. Secondo la nozione elaborata dalla CONSOB, gli elementi che caratterizzavano l'attività di consulenza in materia di investimenti sono riassumibili nei seguenti punti:

1. l'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso;
2. la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati;
3. l'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare;
4. la circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente era quella a esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio veniva prestato.

Successivamente, in base alla definizione della consulenza in materia di investimenti prevista nella MIFID, e contenuta

nell'art. 1 comma 5-*septie*s del Testo Unico della Finanza, essa è stata definita come la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è diretta a un destinatario ben determinato ed è presentata come adatta per il cliente o è basata sulle caratteristiche del cliente[24]. Il requisito della personalizzazione manca quando la raccomandazione è fornita attraverso mezzi di comunicazione destinati al pubblico in generale (stampa, televisione, Internet, ecc.).

La prestazione consulenziale deve riguardare una o più operazioni relative a strumenti finanziari determinati, il che definisce il servizio di consulenza in materia di investimenti come una sottocategoria della consulenza in ambito finanziario, diversa rispetto a quella generica, che non riguarda operazioni relative a uno specifico strumento. La precisazione che la raccomandazione personalizzata è tale quando presentata come adatta per il cliente vuole evidenziare che questo requisito non deve essere confuso con la condizione di adeguatezza degli artt. 39 e 40 del Regolamento intermediari.

Il requisito dell'indipendenza non integra un elemento costitutivo della nozione di consulenza[25]. L'indipendenza del prestatore del servizio può rappresentare un elemento di differenziazione e valorizzazione del servizio stesso. Le imprese

---

[24] La verifica dell'adeguatezza dell'investimento per il cliente comporta: la profilatura della clientela in funzione della propensione al rischio e dell'orizzonte temporale dell'investimento; la segmentazione dell'offerta in relazione al grado di rischio degli strumenti; lo sviluppo di parametri per l'associazione quali-quantitativa degli strumenti ai diversi profili del cliente; l'individuazione di blocchi procedurali automatici che impediscono il perfezionamento delle operazioni nel caso in cui non siano rispettati i parametri sopra indicati.

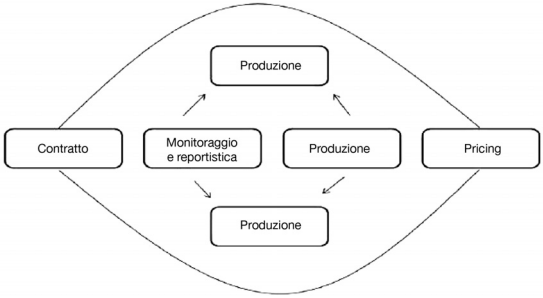
[25] Occorre invece fare riferimento alle regole generali di condotta e alle norme in materia di conflitti di interesse.

di investimento che prestano il servizio di consulenza possono ricevere pagamenti indiretti (da terzi diversi dal cliente). La ricezione di questi pagamenti è tuttavia considerata legittima soltanto dove l'intermediario assicuri, attraverso misure organizzative appropriate, che tali commissioni non si traducano in un indebito condizionamento nella prestazione del servizio di consulenza e informi preventivamente la clientela circa l'esistenza, la natura e l'entità di tali pagamenti.

3.3.2 La consulenza in materia di investimenti e la profilatura della clientela

Secondo lo schema riportato nella figura 18, la prestazione del servizio di consulenza prevede le quattro fasi cicliche della profilatura del cliente, della produzione della raccomandazione, della distribuzione e del monitoraggio.

Figura 18 - Componenti e fasi del servizio di consulenza



Fonte: Oriani e Zanaboni (2011)

In merito alla profilatura della clientela, la MiFid ha segnato l'affermazione del principio del *know your customer*, in base al quale gli intermediari devono dimostrare di conosce-

re i propri clienti per valutare che il servizio o l'operazione di investimento siano adeguati. Affinché ciò sia possibile, il cliente deve fornire una serie di informazioni utili a definire il suo profilo di investitore attraverso tre principali driver di analisi indicati dalla normativa: conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria e obiettivi di investimento[26].

Secondo quanto previsto dalla MiFid, le raccomandazioni fornite alla clientela devono essere sottoposte a una valutazione di adeguatezza, volta ad assicurare che le operazioni finanziarie consigliate corrispondano alle esigenze e alle caratteristiche del risparmiatore. In particolare, gli intermediari devono essere in grado di appurare che l'operazione consigliata corrisponda agli obiettivi dell'investitore, che i rischi a essa associati siano compresi dall'investitore stesso, alla luce della sua esperienza e conoscenza, e che egli possa finanziariamente sopportare tali rischi.

La modalità normalmente utilizzata per svolgere il processo di profilatura consiste nella raccolta delle informazioni attraverso la compilazione di un questionario, nell'elaborazione dei dati relativi alle risposte fornite a ogni singola domanda e nell'assegnazione di un determinato profilo di rischio. I questionari sono spesso interpretati come un obbligo di legge da soddisfare, tanto dagli intermediari quanto dai clienti, e non come uno strumento di importanza strategica. In questa prospettiva, la rivisitazione della MiFid può rappresentare l'occasione per riconoscere ai questionari l'importanza che essi meritano nel quadro di una corretta gestione

[26] La direttiva 2006/73/Ce (direttiva di livello 2) ha stabilito, negli artt. 35(3)(4) e 37(1), quali debbano essere nel dettaglio le informazioni minimali da acquisire in merito a ciascuno dei tre menzionati profili, ove rilevanti e proporzionate al servizio offerto, alle caratteristiche dei prodotti e all'ammontare dell'investimento.

del risparmio. Essi dovrebbero divenire strumenti di lavoro utili ed efficaci per gli intermediari e, allo stesso tempo, strumenti di tutela reale per i risparmiatori, che, attraverso il questionario, dovrebbero poter acquisire una più realistica percezione del rischio e una maggior consapevolezza della propria attitudine a fronteggiarlo[27].

Le *Guidelines on certain aspects of the MiFid suitability requirements*, di luglio 2012 (Esma/2012/387), pongono l'accento sulla importanza:

– della corretta informativa che gli intermediari devono fornire ai clienti sul rilievo della valutazione di adeguatezza e sulla profilatura, al duplice fine di rimarcare le responsabilità degli intermediari e l'interesse dei clienti stessi a fornire informazioni complete e puntuali[28];
– dell'adozione di politiche e procedure interne per raccogliere e valutare le informazioni ritenute necessarie sui propri clienti, nonché sulle caratteristiche degli strumenti disponibili per i clienti.

Analoga attenzione alla importanza che gli intermediari debbono porre nella profilatura della clientela si rinviene in un recente studio della Consob[29].

---

[27] Cfr. Cervellati, Parrella, Spallone (2013).

[28] Ai fini di ciò che qui si discute assume particolare rilievo la guideline n. 5, sull'attendibilità delle informazioni fornite dal cliente, in virtù della quale "gli intermediari devono adottare procedure tese ad assicurare che le informazioni raccolte e relative al cliente siano attendibili. In particolare:

a) non devono fare eccessivo affidamento sull'autovalutazione del cliente in relazione alla sua conoscenza, esperienza e situazione finanziaria;

b) devono assicurare che gli strumenti impiegati nel procedimento di valutazione dell'adeguatezza siano appropriati (ad esempio, le domande non sia formulate in modo tale da spingere il cliente verso uno specifico tipo di investimento);

c) devono adottare misure volte ad assicurare la coerenza delle informazioni relative al cliente".

[29] Cfr. Linciano, Soccorso (2012).

Le indicazioni fornite dalle citate *Guidelines* dell'ESMA costituiscono il presidio normativo per guidare gli intermediari (non solo italiani) nel rafforzamento dell'intero processo di raccolta e valutazione delle informazioni sui clienti e sui prodotti loro offerti. Va, peraltro, sottolineato che tali indicazioni forniscono interpretazioni di elevato dettaglio della vigente normativa, che ridefiniscono nel loro insieme il quadro di riferimento degli intermediari che prestano i servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli. Per converso, non sempre la formulazione delle stesse *Guidelines* è di immediata comprensione, né affronta con il medesimo grado di profondità tutti gli aspetti. In questa ottica, l'ABI ha ritenuto opportuno redigere delle Linee Guida per fornire indicazioni operative in grado di agevolare gli intermediari nella implementazione dei contenuti delle *Guidelines* in coerenza con la Policy CONSOB del 2 maggio 2008 sulla validazione delle Linee Guida associative.

Analisi empiriche pubblicate negli scorsi anni hanno esaminato i questionari usati dalle imprese di investimento italiane rilevando numerosi elementi di debolezza. In generale, si è osservato che lo stesso individuo può essere classificato in maniera diversa da diversi questionari, che non c'è sempre corrispondenza tra l'effettivo *risk taking behavior*, che corrisponde alle scelte di investimento, e la tolleranza al rischio (ovvero ciò che nella MIFID è definito profilo di rischio) del cliente, misurata attraverso il questionario. La generale richiesta di maggiore trasparenza circa le tecniche usate per elicitare le preferenze verso il rischio va nella direzione di rendere l'investitore partecipe delle procedure di valutazione e sottolinea l'importanza che tali procedure hanno nella prospettiva delle scelte di investimento future. Esistono ampi margini di miglioramento, come emerso da studi svolti da al-

cuni *regulator* europei, come la francese Autorité des marchés financiers (AFM), l'inglese Financial Services Authority (FSA) e la European Securities and Markets Authority (ESMA), e dalle proposte cui tali analisi conducono[30].

Marinelli e Mazzoli (2010) osservano che i questionari sono prevalentemente preparati in base al *business model* delle società che li somministrano, alle caratteristiche dei prodotti offerti e al livello di conoscenza dello staff coinvolto nel pro-

[30] In particolare, in uno studio del 2010, basato sull'analisi di un campione di 14 questionari, l'AMF ha rilevato che gli strumenti usati dagli intermediari raccolgono informazioni poco importanti nel senso che non spiegano la propensione al rischio dell'investitore. Inoltre, i risultati che si ottengono somministrando questionari diversi alla stessa persona non sono tra loro coerenti. Alla luce della osservazioni empiriche, l'AMF conclude che quello quantitativo è lo strumento di misurazione più adeguato. Cfr. De Palma A., Picard N. (2010). La Financial Services Authority si è concentrata sul modo in cui le imprese di investimento determinano e controllano il livello di rischio che gli investitori retail desiderano e sono capaci di sopportare, identificando dei principi generali che dovrebbero guidare la valutazione dell'attitudine verso il rischio. Cfr. Financial Services Authority (FSA), March 2011. Le linee guida dell'ESMA, infine, forniscono dettagli circa l'informazione che gli intermediari dovrebbero raccogliere e definiscono i principi in base ai quali regolare la classificazione della clientela, quella dei prodotti e l'asset allocation, ma non si sofferma sui metodi di valutazione della risk attitude. L'ESMA sottolinea che l'entità dell'informazione da raccogliere in merito ai tre punti previsti dalla normativa deve variare in base ai prodotti e servizi offerti e all'ammontare investito, con riguardo alla ricchezza finanziaria del cliente e al suo orizzonte temporale di investimento. Ad esempio, maggiore informazione è richiesta quando i prodotti proposti sono complessi o illiquidi, perché diventa ancora più importante verificare la capacità dell'investitore di comprendere i rischi cui si espone e la possibilità di sopportarli finanziariamente. Infine, l'ESMA raccomanda di considerare come raramente affidabili le autovalutazioni elaborate dai clienti. Un altro problema riguarda le procedure definite per assicurare adeguata e aggiornata informazione circa i clienti nel caso di una sistematica consulenza in materia di investimento. Tali procedure dovrebbero essere in grado di adattarsi ai cambiamenti nel profilo del cliente o suggerire azioni appropriate nel caso in cui non si disponga di adeguata informazione da parte del cliente. Cfr. European Securities and Markets Authority (ESMA), December 2011.

cesso di valutazione e di erogazione della raccomandazione. Una stessa persona, quindi, potrebbe essere classificata in maniera diversa da due imprese di investimento che hanno diversi modelli di business, semplicemente perché i prodotti e i servizi offerti soddisfano diversi bisogni di quella persona, ossia sono funzionali a diversi obiettivi di investimento e a diversi orizzonti temporali che, a loro volta, si traducono in una diversa attitudine al rischio. Il limite principale è proprio riferito alla valutazione della tolleranza al rischio degli investitori che, in molti casi, viene elicitata interrogandoli solo sulle aspettative di rischio-rendimento per gli investimenti futuri. I rischi già assunti in passato sono spesso trascurati, così come è trascurata la capacità corrente di assumere rischi, ossia la capacità di sostenerne le conseguenze da un punto di vista finanziario[31].

Una recente indagine campionaria svolta dalla Consob su un insieme rappresentativo di intermediari finanziari italiani ha evidenziato i principali limiti degli attuali questionari per la profilatura della clientela, in parte riprendendo e in parte estendendo il precedente lavoro di Marinelli e Mazzoli (2010)[32]. L'analisi ha messo in luce sia problemi inerenti alla strutturazione e alla somministrazione dei questionari[33], sia i limiti che riguardano i contenuti degli stessi. In primo luogo, quasi tutti i questionari censiti nello studio non considerano gli avanzamenti della letteratura economica e finanziaria, con riferimento, soprattutto, ai progressi della *behavioral finance*, sui temi delle preferenze e della tolleranza verso il rischio, pur

[31] Marinelli, Mazzoli (2010).

[32] Linciano, Soccorso (2012.

[33] In particolare, il ricorso quasi esclusivo a risorse interne prive delle capacità e delle conoscenze necessarie e le carenze linguistiche riscontrate in alcune delle domande.

rispettando le previsioni normative della MiFid. Inoltre, molti questionari non accertano in modo appropriato le conoscenze degli investitori, sottovalutano la necessità di verificare la comprensione del legame tra rischio e rendimento sui mercati finanziari e tendono a indulgere all'autocertificazione da parte degli investitori. La rilevazione della situazione finanziaria degli investitori non è effettuata richiedendo tutte le informazioni ritenute importanti dalla letteratura recente. Infine, i questionari tendono a confondere la rilevazione delle preferenze verso il rischio con gli obiettivi di investimento, non rendendo chiaro agli investitori che l'attitudine verso il rischio è una sola delle determinanti degli obiettivi di investimento.

Cervellati, Parrella e Spallone (2012) evidenziano le distorsioni comportamentali che possono inficiare l'efficacia dei questionari attualmente in uso. Alla luce di tali *bias* comportamentali, le risposte fornite dagli investitori possono dipendere dalla situazione economica corrente o da altri fenomeni congiunturali in grado di influenzarne le aspettative. La definizione del profilo di rischio di un cliente che riesca a cogliere anche questi elementi richiede di necessità la costruzione di un questionario complesso, con un elevato numero di domande, che deve essere compilato garantendo una partecipazione impegnata da parte del soggetto interrogato. La considerazione degli aspetti comportamentali sopra accennati, tuttavia, trova un ostacolo nella necessità che i questionari siano efficienti, nel senso di riuscire a definire il profilo di rischio degli investitori mediante un numero di domande cui si possa rispondere in un tempo contenuto. Inoltre, essi devono poter essere aggiornati, essere sottoposti agli investitori frequentemente per riuscire a considerare i cambiamenti dei loro profili di rischio derivanti dagli eventuali mutamenti congiunturali.

Le domande presenti nei questionari della maggioranza degli intermediari finanziari italiani soddisfano in linea di massima i requisiti minimi di legge. Tuttavia, rendere più efficienti i questionari implica la definizione del numero e della tipologia di domande da aggiungere nelle attuali strutture per definire il grado di avversione/propensione al rischio degli investitori e considerare i *bias* comportamentali sopra richiamati. Le scelte degli intermediari in merito dipendono:

– dalla rilevanza delle distorsioni, nel senso che le distorsioni più importanti andrebbero sicuramente rilevate, mentre le altre potrebbero essere sacrificate per esigenze di efficienza;
– dalla tipologia degli investitori che, in quanto soggetti caratterizzati da diversa professione, reddito, provenienza geografica e/o altro, sono affetti da *bias* comportamentali mediamente diversi.

Per quanto riguarda il periodico aggiornamento dei questionari al fine di rilevare eventuali cambiamenti del profilo di rischio, gli aspetti che assumono maggiore rilievo sono: la definizione dell'intervallo di tempo che deve trascorrere tra una somministrazione del questionario e la successiva; l'individuazione delle domande da sottoporre con cadenza regolare all'investitore (ad esempio, le preferenze verso il rischio e la capacità di sopportare le perdite vanno sicuramente monitorate con maggiore frequenza del livello di conoscenza); la modalità di somministrazione del questionario (la prima somministrazione dovrebbe costituire l'occasione per l'approfondimento della conoscenza tra intermediario e investitore, quelle successive potrebbero essere veicolate tramite piattaforme di tipo *web* o *mobile*).

Gli studi svolti dalla Consob e gli Orientamenti Esma hanno il merito di aver posto l'accento sull'importanza di ac-

quisire una serie di informazioni la cui considerazione, ai fini della corretta profilatura della clientela, ancorché non nuova nel contesto normativo vigente, non poteva in precedenza considerarsi del tutto scontata. Ci si riferisce, in particolare, all'opportunità di arricchire il set informativo a disposizione dell'intermediario, acquisendo e valutando, come sopra ricordato, talune informazioni afferenti ad aspetti socio-demografici del cliente quali, a titolo esemplificativo, l'età, lo stato di famiglia, lo stato civile. Con specifico riferimento all'età, ad esempio, l'ESMA sottolinea che si tratta "solitamente di un'informazione importante di cui le imprese dovrebbero tenere conto al fine di valutare l'adeguatezza di un investimento" (Orientamento di supporto n. 23).

Pur apprezzando e condividendo le indicazioni ESMA, che certamente si presentano come un utile strumento interpretativo e operativo nella strutturazione e rivisitazione dei processi e delle procedure sottese alla valutazione di adeguatezza, non può, invero, non notarsi come le Autorità (anche italiane) restino poi silenti su altri aspetti particolarmente delicati su cui sarebbe stato, forse, opportuno fornire all'industria finanziaria indicazioni operative di maggiore dettaglio. Oltre alla possibilità che un cliente possa essere classificato secondo profili di rischio differenti a seconda del tipo di questionario che gli viene di volta in volta somministrato, è altresì opportuno evidenziare il rischio, forse anche più insidioso, che tale diversa valutazione possa scaturire dalla somministrazione (sempre al medesimo cliente) di un questionario identico da parte di intermediari diversi. Pur di fronte alle stesse domande, infatti, il profilo di rischio attribuito da un intermediario a un cliente "potrebbe variare, anche significativamente, rispetto a quello attribuito da un altro intermediario, per

effetto del diverso algoritmo implementato per aggregare i risultati del questionario"[34].

Il tema allora si allarga: muovendo dalla considerazione che né l'ESMA né la CONSOB forniscono indicazioni operative in merito al "peso" da assegnare alle risposte del questionario, la vera sfida posta in capo agli intermediari è rappresentata, con ogni probabilità, dalla loro capacità non solo di individuare domande complete e pertinenti in grado di intercettare realmente la propensione al rischio di un cliente ma, altresì, dalla capacità di individuare corrette modalità di valorizzazione delle risposte considerate tanto individualmente quanto in rapporto le une con le altre. Sembrerebbe pertanto necessario chiedersi, a titolo puramente esemplificativo, se ai fini del profilo di rischio di un determinato cliente conti di più essere celibe o avere un reddito variabile e, in esito a tutte le domande poste al cliente, in che modo debba essere decodificato l'incrocio delle singole variabili di volta in volta da indagare.

Nell'aggiornamento 2013 della *Guida pratica ai test di adeguatezza e appropriatezza*[35], ASSOSIM ha sottolineato l'importanza di questi aspetti enfatizzando, al contempo, i possibili margini di flessibilità operativa e organizzativa riconosciuti dalla stessa ESMA in applicazione del principio di proporzionalità.

---

[34] Cucurachi (2009), p. 115. Al riguardo l'autore nota come, ad esempio, la CONSOB chiede "di verificare, con riferimento alla conoscenza e all'esperienza nel settore di investimento, quale sia il livello di istruzione dell'investitore senza tuttavia attribuire a questa informazione un peso e senza imporre che la risposta fornita dal cliente sia incrociata con altre informazioni ritenute rilevanti (un laureato in filosofia si presume che abbia più conoscenze finanziarie di un imprenditore non laureato?)".

[35] Nel momento in cui si scrive la *Guida pratica ai test di adeguatezza e appropriatezza* è sottoposta al procedimento di validazione da parte della CONSOB.

3.3.3 La consulenza in materia di investimenti: le possibili forme e le proposte della MiFID Review

Seguendo un sistema di classificazione focalizzato sulle modalità di erogazione del servizio, la consulenza in materia di investimenti può essere strumentale alla vendita dei prodotti distribuiti dall'intermediario finanziario, oppure può essere effettuata tramite un mandato che consenta di consigliare prodotti in una logica di *open architecture* secondo i principi della consulenza specializzata o generalista. Inoltre, nel contesto europeo si sta progressivamente affermando la figura del consulente finanziario indipendente. In Italia, l'offerta di prodotti finanziari domina la domanda e i prodotti migliori non sono sempre quelli maggiormente acquistati; gli operatori tradizionali, agenti assicurativi e promotori finanziari, talvolta favoriscono una gamma limitata di prodotti e quindi alla clientela non vengono sempre consigliate le soluzioni finanziarie più efficienti. Anche per effetto della crisi, tuttavia, la maggiore competizione ha creato spazi per i consulenti finanziari indipendenti. La tavola 8 riassume le principali differenze tra le varie forme di consulenza.

La prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari può essere svolta sia in forma individuale che in forma societaria. Infatti, l'attività in discorso può essere prestata non solo da banche e imprese di investimento (art. 18 TUF) ma anche da consulenti finanziari indipendenti (art. 18-*bis* e 18-*ter* TUF) , che "costituiscono comunque figure professionali autonome caratterizzate da uno statuto normativo che si colloca al di fuori dell'ambito di applicazione della direttiva MiFID" (D'Apice, 2010). In particolare, i soggetti autorizzati a prestare il servizio di consulenza sono persone fisiche regolarmente iscritte all'Albo dei pro-

Tavola 8 - La differenza tra le diverse forme di consulenza

	Consulenza finanziaria indipendente	Consulenza strumentale alla vendita	Mandato di consulenza
Soggetti abilitati	Tutti, escluso il promotore finanziario con mandato	Promotore finanziario con mandato	Promotore finanziario con mandato
Rapporto con il cliente	È personalizzato, fondato sulla conoscenza, da parte del consulente, degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente	Si svolge nell'ambito dell'attività di promozione e collocamento di strumenti finanziari. Indicazioni e suggerimenti sono forniti in ordine alle diverse caratteristiche dei prodotti venduti per conto dell'intermediario	L'intermediario utilizza il promotore per vendere il servizio di consulenza. Formalmente non esiste alcun rapporto tra promotore e cliente: il mandato viene stipulato tra intermediario e cliente
Conflitti di interesse	Nessuno. Strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati	Obbligo di collocamento dei prodotti dell'intermediario	Si evidenzia al cliente per iscritto l'esistenza di un conflitto d'interessi
Remunerazione	Pagata direttamente dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato	Provvigioni di vendita	L'intermediario retrocede al promotore che ha venduto il contratto una parte della somma pagata

Fonte: Oriani e Zanaboni (2011)

motori finanziari, società che offrono come servizio di investimento la sola consulenza (SIM o SPA), nonché banche o SIM che offrono anche altri servizi come la gestione e la negoziazione. La scelta dell'ordinamento amplia i canali di vendita degli intermediari e allo stesso tempo le possibilità di scelta da parte del cliente (D'Apice, 2010).

Nello scenario attuale, con riferimento all'attività dei promotori finanziari, è bene sottolineare che, anche per effetto dell'intensa attività di *moral suasion* della CONSOB, dopo l'in-

troduzione della MiFid, gli intermediari-rete hanno reimpostato la relazione con la clientela su base consulenziale. Per questa ragione, dal momento che quello prestato tramite i promotori finanziari è un servizio di consulenza, anche i promotori vanno considerati consulenti. In particolare, si tratta di consulenti abilitati per effetto dell'iscrizione all'Albo, tramite la quale essi ricevono l'abilitazione a prestare anche la consulenza per conto dell'intermediario preponente; essi sono gli unici consulenti finanziari persone fisiche vigilati da un'autorità pubblica. In linea con quanto previsto dalla riforma della MiFid, i promotori finanziari sono consulenti che possono prestare consulenza così come definita dalla MiFid, anche in modalità indipendente, se l'attributo dell'indipendenza è riferito all'attività, ossia secondo lo stesso raggio d'azione della consulenza prestata dall'intermediario per il quale opera, ma su base non indipendente, se vista in contrapposizione ai consulenti finanziari di cui all'art. 18-*bis* del Tuf, che sono indipendenti stante l'assenza di legami con intermediari ed emittenti.

Nell'attuale disciplina non si distingue tra le modalità con cui il soggetto che presta la consulenza finanziaria ha deciso di organizzare la propria attività di impresa. Non ha rilievo, quindi, che l'intermediario adotti un modello monofunzionale o polifunzionale, e il soggetto che presta il servizio di consulenza può svolgere congiuntamente la prestazione di altri servizi di investimento, come il servizio di collocamento, la ricezione e trasmissione di ordini, l'esecuzione di ordini ed eventualmente la negoziazione per conto proprio, nonostante il conflitto di interessi che ne potrebbe derivare[36]. D'altra parte,

[36] La Consob ha riconosciuto un ruolo centrale alla consulenza in materia di investimenti fin dalla fase di consultazione pubblica in relazione all'emanazione del regolamento intermediari. È opportuno segnalare che,

come osservato da Tofanelli (2012), una norma di legge non può imporre modelli di business con il rischio di compromettere il funzionamento del mercato che si intende tutelare[37].

Indipendentemente dalla circostanza per cui gli strumenti finanziari consigliati coincidano o meno con quelli offerti o commercializzati dallo stesso intermediario-consulente o da imprese del gruppo cui quest'ultimo appartiene, e indipendentemente dalla circostanza che il paniere di prodotti fra cui la consulenza viene effettuata sia più o meno nutrito, il consulente avrà rispettato le regole che gli sono imposte dal regime di adeguatezza solo nel momento in cui abbia proposto al cliente un'operazione effettivamente coerente con il suo profilo[38].

Sia che la consulenza sia svolta su un paniere di strumenti ristretto, come quello formato dai prodotti emessi o commercializzati dall'intermediario-consulente o da un'altra impresa del gruppo, sia che essa sia svolta su un paniere di strumenti ampio e proveniente da intermediari diversi da quello che presta la consulenza, la raccomandazione fornita al cliente deve essere adeguata e dovranno essere osservati il principio della trasparenza e le disposizioni in materia di gestione del conflitto di interessi e degli incentivi. In ogni caso, l'indipendenza della consulenza deve essere ricondotta alla necessità che la raccomandazione fornita corrisponda al profilo del cliente (Tofanelli, 2012), considerando che essa deve essere adeguata e non la più adeguata[39]. In questa prospettiva, l'im-

---

per quanto non sia possibile escludere che lo svolgimento dei servizi richiamati possa avvenire senza che gli stessi siano associati alla consulenza, esiste il rischio che l'attività dell'intermediario sfoci nella consulenza in materia di investimenti.

[37] Cfr. Tofanelli (2012).

[38] Cfr. Sciarrone Alibrandi (2010).

[39] Perciò, secondo Tofanelli (2012), all'intermediario che presti anche il servizio di collocamento non è richiesto, in linea di principio, di effettuare

postazione della MiFid potrebbe di fatto essere coerente con una certa segmentazione della clientela dal momento che è plausibile che le due forme di consulenza, indipendente e non, saranno destinate a diversi target di clientela. I soggetti che esercitano l'attività di consulenza indipendente avranno come clienti risparmiatori che mediamente presenteranno una maggiore dimensione del patrimonio da gestire e anche una più elevata conoscenza in ambito finanziario.

Quali sono le novità della MiFid Review in tema di consulenza finanziaria? In primo luogo viene confermata l'ampiezza della nozione di consulenza, in linea con le interpretazioni Consob 2007 e Cesr 2010. Inoltre, nel quadro dell'obiettivo di una più forte tutela del cliente, vengono rafforzati gli obblighi di trasparenza in merito all'ampiezza della gamma di prodotti considerati, al tipo di consulenza (se indipendente o meno), alla valutazione o meno dell'adeguatezza nel continuo. Secondo la proposta di revisione della MiFid, quando presta il servizio di consulenza in materia di investimenti, l'intermediario deve specificare se esso è fornito su base indipendente. In questo caso l'intermediario è tenuto a valutare un numero sufficientemente ampio di strumenti finanziari disponibili sul mercato, diversificati con riguardo al tipo e all'emittente o al produttore, e non limitati agli strumenti finanziari emessi o prestati da società strettamente legate all'intermediario. Inoltre, l'intermediario non può accettare o ricevere compensi, commissioni o altri benefici monetari pagati o prestati da un terzo, o da una persona operante per conto di un terzo rispetto alla prestazione del servizio al

---

una comparazione fra gli strumenti che raccomanda (nell'ambito di quelli che colloca) e gli altri strumenti presenti sul mercato (salvo che la comparazione non derivi già dal fatto che l'intermediario intenda raccomandare al cliente uno strumento finanziario in sostituzione di un altro che già possieda o che abbia manifestato l'intenzione di acquistare).

cliente. Si prevede, ancora, che i destinatari del servizio di consulenza dovrebbero poter richiedere al prestatore del servizio un'assistenza di durata, con un monitoraggio dell'andamento degli strumenti finanziari raccomandati e una rendicontazione periodica o *ad hoc* del relativo valore.

3.3.4 La remunerazione della consulenza finanziaria

Nella proposta di nuova direttiva trova conferma, come detto, l'ampia definizione di consulenza finanziaria e la sua rilevanza tra i servizi di investimento. Nell'ambito della cosiddetta consulenza indipendente si prevede l'obbligo di considerare, per le raccomandazioni di investimento, un'ampia gamma di emittenti e di strumenti finanziari e il divieto di percepire incentivi da società terze (le retrocessioni delle commissioni dalle società prodotto), che secondo la Commissione europea non consentono di definire come indipendente il servizio prestato. Le disposizioni della Commissione europea in tema di *inducement* sono ispirate dalla volontà di ristabilire un maggiore grado di fiducia nei confronti dell'industria finanziaria. La remunerazione della distribuzione dei prodotti finanziari, che assorbe una grande parte del valore aggiunto, avviene secondo modalità non sempre trasparenti. Il cliente che paga le commissioni non sa come le somme corrisposte a tale titolo siano distribuite tra i soggetti coinvolti (fabbrica-prodotto, distributore-promotore, banca depositaria, ecc.), e quindi non è sempre facile identificare il conflitto di interessi che grava su chi distribuisce i prodotti finanziari.

Anche nel contesto italiano il modello di remunerazione *fee only* è già applicato da qualche intermediario. Significativo è, ad esempio, il caso di Fineco Bank, primo broker europeo on line e banca multicanale del gruppo UniCredit. Al fi-

ne di sganciare le scelte di portafoglio da pressioni commerciali dei collocatori, Fineco ha deciso di far pagare una commissione di consulenza che non prevede una remunerazione dei promotori in base ai prodotti collocati ma che è parametrata al livello di rischio indicato dal risparmiatore come obiettivo. Le commissioni sono pari allo 0,55% per i profili che richiedono protezione del capitale (rischio basso), all'1,4% per i profili a rischio medio, che richiedono la stabilità del proprio capitale, e all'1,9% per chi punta all'incremento del patrimonio, con un rischio medio-alto.

È opportuno ribadire la distinzione tra la consulenza strumentale alla distribuzione, che è abbinata a servizi esecutivi e la cui remunerazione non è obbligatoria, e la consulenza non strumentale alla distribuzione, quella che cioè non è legata al servizio di collocamento ma alla qualità del servizio offerto. Questo secondo tipo di consulenza è votato alla raccolta di ordini piuttosto che al collocamento, e si allinea meglio agli interessi del cliente, generando minori conflitti di interesse e minori rischi di condotte non uniformi. Alla consulenza indipendente si applica il divieto di *inducement* e la previsione circa l'ampia offerta di prodotti fabbricati da più soggetti. In uno scenario futuro non tanto lontano, tuttavia, potrebbero emergere forme intermedie dal momento che anche le reti di distribuzione potrebbero essere nelle condizioni di offrire consulenza indipendente.

Le regole della MiFid sugli *inducement* prevedono che essi siano resi noti all'investitore e che siano finalizzati a migliorare la qualità del servizio al cliente, ma la loro applicazione ha incontrato qualche problema, soprattutto con riferimento alla gestione del portafoglio e alla consulenza in tema di investimenti. La Commissione europea ha introdotto nuovi obblighi a carico degli intermediari in base ai quali il clien-

te deve essere preventivamente informato circa la natura (indipendente o no) della consulenza offerta, e la circostanza che il monitoraggio delle operazioni sia fatto su base continuativa. Inoltre, la MiFid Review ha introdotto il divieto di percepire incentivi nell'ambito del servizio delle gestioni patrimoniali. I paesi del Nord-Europa, Gran Bretagna e Olanda, in particolare, sono i maggiori sostenitori della proposta della Commissione europea in materia di *inducement*, mentre opposizioni sono state formulate dalla Commissione per i Problemi Economici e Monetari i cui emendamenti sostituiscono il divieto della percezione degli incentivi con un obbligo di maggiore trasparenza e *disclosure* alla clientela, consentendo agli Stati membri di introdurre disposizioni più vincolanti. Il dibattito in esame è alla base di recenti sviluppi legislativi. Alcuni paesi, come l'Olanda, hanno annunciato l'intenzione di introdurre, a partire dal 1° gennaio 2014, un divieto di incentivi per "tutti" i servizi d'investimento, mentre altri, come il Regno Unito, hanno già introdotto un divieto alla percezione di incentivi, sebbene limitatamente al servizio di consulenza (sia essa indipendente o ristretta)[40]. In Italia il divieto alla percezione di incentivi è normativamente previsto solo per i consulenti cosiddetti indipendenti, mentre, per i gestori di portafogli d'investimento, il divieto di percepire incentivi costituisce ormai una prassi successiva agli orientamenti espressi dalla Consob nel 2007, in sede di esame delle risposte alla consultazione sul nuovo Regolamento Intermediari. Di diverso avviso sono invece paesi, come la Francia, per i quali la tutela degli investitori può essere salvaguardata attraverso un rafforzamento del regime di trasparenza[41].

[40] Patterson (2013).
[41] Janin (2013).

L'affermazione del modello di consulenza indipendente, in cui il consulente è indipendente dai collocatori e la remunerazione deriva esclusivamente dal cliente, apre un nuovo scenario di business basato su un nuovo e più profondo rapporto fiduciario con il cliente. Tuttavia, è da riconoscere l'oggettiva difficoltà a offrire il modello di consulenza avanzato a tutta la clientela dell'industria finanziaria, nel senso che, come da più parti evidenziato, la gran parte della clientela non è pronta a pagare una specifica *fee* per delle raccomandazioni di investimento. La consulenza indipendente e quella "ristretta" si rivolgeranno a fasce di clientela diverse: la prima sarà destinata a clientela *affluent*, che vorrà pagare la *fee* perché il costo del servizio è proporzionale all'ampiezza degli strumenti finanziari analizzati, la seconda, invece, sarà diretta prevalentemente ai clienti *retail*. In generale, è auspicabile che ci sia una certa flessibilità nei meccanismi di remunerazione e che agli intermediari sia lasciato un minimo di discrezionalità per graduare nel tempo il peso delle componenti della remunerazione anche in relazione alle risposte che arriveranno dalla clientela.

Secondo Assosim il superamento dei conflitti di interesse insiti nella consulenza imperniata sul servizio di collocamento di prodotti sui quali il consulente/promotore riceve gli *inducement* sarebbe reso possibile da un avanzamento (anche culturale) da parte di tutti i protagonisti del mercato finanziario. Il cliente, innanzitutto, dovrebbe raggiungere quella "maturità finanziaria" che lo renda disponibile a pagare una fee esplicita di consulenza superando così la convinzione (sino a ora fortemente radicata) per la quale il servizio di consulenza è una componente gratuita, *embedded* nei prodotti acquistati. Dal canto suo, l'intermediario dovrebbe mettere a disposizione dei clienti che accettino di pagare la parcella, mediante

l'accesso a delle piattaforme *open*, una gamma molto ampia di prodotti di classe istituzionale. Laddove, infatti, continuasse ad avere accesso esclusivamente a prodotti di classe *retail*, la cui *management* fee implicitamente contiene il costo della distribuzione, il costo esplicito della consulenza verrebbe a sommarsi (e non a sostituire quota parte) al costo dei prodotti. Il promotore/consulente, infine, dovrebbe accettare di ricevere una remunerazione esclusivamente sotto forma di parcella. L'avanzamento cui ci si riferisce non è facile da realizzare, tanto più in tempi brevi, dal momento che la forza contrattuale di richiedere una parcella deriva dalla capacità di offrire, grazie ai supporti messi a disposizione dalle strutture centrali della propria rete di appartenenza, una serie di servizi (di *asset allocation* strategica e tattica, di selezione dei prodotti, di *blending* dei prodotti, di reportistica e di *risk management*) tali da creare un effettivo valore aggiunto per il cliente. Rimane, poi, lo spinoso problema della dimensione minima di portafoglio che rende economicamente conveniente un servizio a parcella. Il passaggio da un servizio *inducement based* a un servizio *fee based* presuppone, in definitiva, non solo una modifica della normativa ma anche un radicale ripensamento delle modalità di offerta e della gamma di prodotti da proporre alla clientela.

4. L'Insurance Mediation Directive 2 (IMD2)

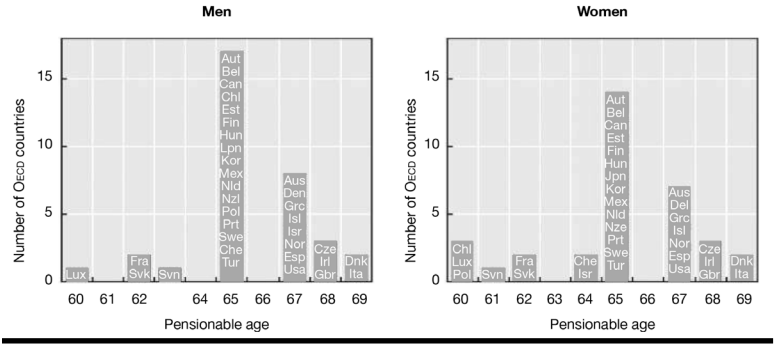
4.1 Premessa sull'invecchiamento della popolazione e la diffusione dei piani pensionistici privati

La revisione della direttiva IMD si inserisce in un contesto caratterizzato da un generalizzato aumento dell'età di pen-

sionamento, che ha determinato l'affermazione di un modello previdenziale misto, che si basa sulla spesa previdenziale pubblica e su una componente privata, a sua volta fondata sulla promozione di forme di auto-aiuto sia di tipo collettivo (fondi pensione) sia di tipo individuale (soluzioni assicurative). Un contesto, quello dei prossimi anni, in cui i governi dovrebbero seriamente valutare la possibilità di ancorare l'età di pensionamento all'aspettativa di vita e compiere maggiori sforzi per promuovere le forme di previdenza privata. Alla luce delle condizioni di dissesto in cui versa la finanza pubblica, del ridotto spazio di manovra per le politiche fiscali e monetarie, queste riforme possono dare una significativa spinta per il rilancio della crescita nelle economie che, come quella del nostro Paese, sperimentano un forte invecchiamento della popolazione.

Nel corso dei prossimi 50 anni l'aspettativa di vita alla nascita è attesa aumentare di 7 anni nelle economie sviluppate. L'età di pensionamento (figura 19) è di 65 anni nella metà dei paesi OECD per gli uomini e in 14 paesi per le donne. 13 paesi (12 per le donne) hanno programmato di aumentare l'età di

Figura 19 - Età di pensionamento per sesso



Fonte: OECD (2012)

pensionamento a 67 anni o, nel caso di Islanda e Norvegia, hanno già raggiunto tale livello. L'Italia, dove l'età di pensionamento sarà collegata all'aspettativa di vita a partire dal 2013, e la Danimarca, dove questo legame sarà stabilito dalla metà degli anni 2020, prevedono di estendere l'età di pensionamento a 69 anni nel 2050. Anche il Regno Unito ha accelerato l'incremento dell'età di pensionamento, che salirà da 65 a 66 anni entro il 2020 e da 66 a 67 entro il 2026-2028. Secondo il Pension Outlooks 2012 dell'OECD, gli incrementi dell'età di pensionamento sono in corso o già pianificati in 28 sui 34 paesi che fanno parte dell'organizzazione internazionale. Tali incrementi sono giudicati in linea con l'aumento dell'aspettativa di vita in solo 6 paesi per gli uomini e in 10 paesi per le donne.

Le riforme realizzate negli scorsi anni hanno ridotto il peso della pensione pubblica del 20-25%. Nella media dei paesi OECD, la pensione pubblica percepita a partire dall'età ufficiale di pensionamento da coloro che iniziano a lavorare oggi è attesa pari alla metà dei loro guadagni, mentre in quasi tutti i 13 paesi che hanno reso obbligatorie le pensioni private i pensionati possono aspettarsi benefici nell'ordine del 60% dei guadagni. Allo stesso tempo, in quei paesi dove le pensioni pubbliche sono relativamente basse e quelle private sono volontarie, come in Germania, Irlanda, Corea, Giappone e Stati Uniti, per ampie fasce della popolazione sono attese significative riduzioni del reddito subito dopo il pensionamento. Questo potrebbe causare un significativo incremento della povertà, per compensare il quale sarà necessario, da un lato, aumentare l'età di pensionamento e, dall'altro, incrementare la diffusione di schemi di previdenza privata.

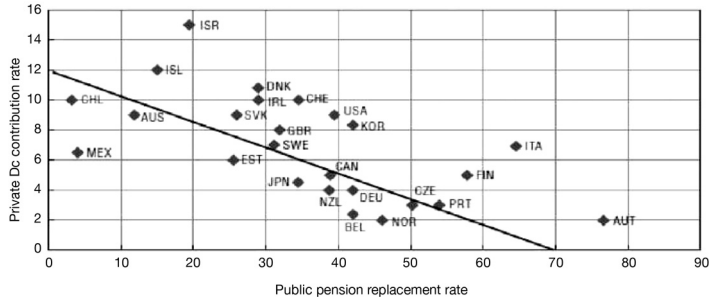
Rendere obbligatoria la pensione privata non è la soluzione migliore dal momento che interventi di questo tipo po-

trebbero danneggiare i percettori di redditi bassi ed essere percepiti come una tassa addizionale, ovvero causare effetti controversi nei paesi dove esiste una pluralità di forme previdenziali concorrenti. Schemi di iscrizione automatica, che prevedono poi la possibilità di uscita da parte degli individui entro un certo periodo di tempo, sono stati introdotti in alcuni paesi, come la Nuova Zelanda, dove si è registrato un forte aumento della copertura delle pensioni private. In Italia è stato introdotto un meccanismo analogo – che prevede l'iscrizione automatica in caso di mancata scelta del lavoratore assunto per un periodo di sei mesi ("silenzio assenso"), senza successiva possibilità di uscita – che non ha però ottenuto gli stessi risultati in termini di diffusione delle adesioni.

In generale, è avvertita l'esigenza di prevedere stimoli di carattere fiscale per sostenere il risparmio e indirizzarlo verso schemi di previdenza privata. Germania e Nuova Zelanda hanno introdotto incentivi a favore dei piani pensionistici privati di carattere finanziario basati su sussidi diretti da parte dello Stato, con risultati, in termini di tasso di copertura dei piani pensionistici privati, positivi, sebbene molto al di sotto dei dati dei paesi con sistemi obbligatori o quasi obbligatori, dove si raggiungono valori del 70% della popolazione in età lavorativa.

I piani pensionistici privati sono prevalentemente del tipo "a contribuzione definita". La figura 20 confronta i benefici attesi associati alla pensione pubblica con il tasso di contribuzione obbligatorio nei piani a contribuzione definita obbligatori, o con il tipico/medio tasso di contribuzione per i piani volontari a contribuzione definita, a seconda del paese in questione. La diagonale indica la combinazione di pensione pubblica e tassi di contribuzione ai piani a contribuzione definita che consentono di raggiungere un tasso di sostituzione del 70% in media. Le proiezioni della pensione pubblica sono mostrate come

Figura 20 - Public pension gross replacement rate vs. defined contribution rate



Fonte: OECD (2012)

tassi di sostituzione (in percentuale del salario finale) per un lavoratore maschio che entra nella forza lavoro nel 2008 e ne esce alla data di pensionamento ufficiale. La figura illustra una relazione inversa tra i benefici della pensione pubblica e i tassi di contribuzione dei piani a contribuzione definita. Ci sono alcuni paesi che presentano, allo stesso tempo, benefici pensionistici relativamente bassi e tassi di contribuzione che non sembrano sufficientemente alti, come il Belgio, la Germania, la Nuova Zelanda, il Giappone e la Norvegia.

Un grande freno allo sviluppo dei sistemi di previdenza privata è rappresentato dal rischio di investimento. I fondi pensione di numerosi paesi hanno registrato performance cumulate negative nel corso del periodo 2007-2011, con un valore medio in termini reali dell'1,6% annuo. Anche se misurato per l'orizzonte 2001-2010, il rendimento reale dei fondi pensione dei 21 paesi OECD che riportano tale dato è in media pari allo 0,1%, il che mette a rischio la capacità di erogare adeguate prestazioni integrative delle pensioni pubbliche. Nei sistemi a contribuzione definita i *policy-maker* dovrebbero migliorare la definizione di strategie di base di investimen-

to, al fine di ridurre il rischio per il lavoratore all'approssimarsi dell'età di pensionamento. Per aumentare la fiducia verso tali schemi di previdenza complementare, queste strategie di investimento dovrebbero essere regolamentate al fine di assicurare ai lavoratori un sufficiente grado di diversificazione e di protezione da shock di mercato.

4.2 La direttiva IMD2: overview sulle principali linee di intervento e sulla modifica della normativa vigente

Il 3 luglio 2012 la Commissione europea ha emanato una proposta di direttiva sull'intermediazione assicurativa, la cosiddetta IMD2 (Insurance Mediation Directive 2), che ha lo scopo di sostituire la direttiva 2002/92/Ce (IMD1). Obiettivi principali della direttiva del 2002 erano quelli di ampliare il mercato unico dei servizi assicurativi, garantendo, al contempo, un adeguato livello di tutela del consumatore. In particolare, nel 2002 sono state introdotte la licenza unica per gli intermediari assicurativi e riassicurativi europei, la parità di trattamento tra gli intermediari, maggiori garanzie e obblighi di trasparenza a favore dei consumatori. Con la registrazione nel paese d'origine, dal 2002, gli intermediari possono operare in tutti gli Stati membri, sia in regime di libera prestazione di servizi, sia in regime di libero stabilimento, senza che un paese possa opporre ostacoli o ulteriori obblighi, se non quelli legati al rispetto di norme a tutela di interessi generali. Lo scopo precipuo appariva, al momento dell'emanazione della direttiva, quello di garantire la costruzione di un terreno competitivo, uniforme e minimale, di norme comuni a tutti i soggetti attivi nel territorio dell'Unione europea. I criteri e i requisiti essenziali per l'accesso e per l'esercizio dell'attività sono contenuti

nella direttiva, mentre la disciplina di dettaglio e le modalità di controllo sono riservate alle disposizioni nazionali dei singoli Stati membri, dove ha sede principale l'intermediario.

La direttiva del 2002 stabiliva i principi generali mentre il recepimento è avvenuto, talvolta in modo non uniforme, nei singoli Stati membri. Le prime verifiche sull'attuazione, effettuate dalla Commissione europea negli anni 2005-2008, avevano già fatto emergere la necessità di un ulteriore intervento. La crisi finanziaria globale ha una volta di più evidenziato quanto sia fondamentale garantire una efficace tutela dei consumatori in tutti i settori finanziari, stante anche una linea di demarcazione sempre più labile tra prodotti finanziari e prodotti assicurativi.

L'OCSE, il Financial Stability Board e altri organismi transnazionali hanno elaborato, per conto del G20, dei principi comuni nell'ambito dei servizi finanziari, volti ad accrescere la tutela del consumatore. In questi principi si sottolinea, tra le altre cose, la necessità di regolamentare e vigilare su tutti i prestatori di servizi finanziari e agenti che operano a diretto contatto con i consumatori. Nel corso delle discussioni al Parlamento europeo in merito alla direttiva Solvency II, è stata formulata una specifica richiesta di revisione della direttiva IMD. Il Parlamento ha altresì richiesto che il processo di modifica fosse coerente con la parallela regolazione in merito alla vendita e alla distribuzione dei prodotti finanziari (direttiva MIFID).

Si è così giunti, in sede di Commissione europea, a una bozza di revisione della direttiva IMD. La proposta di nuova direttiva mira a migliorare in modo efficiente la regolamentazione nel mercato assicurativo al dettaglio. Essa è volta a garantire condizioni paritarie tra tutti i soggetti che partecipano alla vendita di prodotti assicurativi e a rafforzare la pro-

tezione degli assicurati. In termini di principi generali, la direttiva punta a integrare i mercati, a rafforzare la tutela dei consumatori, a facilitare il dispiegarsi degli effetti della libera concorrenza attraverso il combinato disposto di tre driver rappresentati da: armonizzazione minima, interessi del consumatore e trasparenza. Nello specifico sono state proposte le seguenti modifiche alla direttiva esistente:

- allargare il campo di applicazione a tutti i canali di distribuzione dei prodotti assicurativi (per esempio, gli autonoleggi, le stazioni sciistiche, le agenzie di viaggio, ecc.);
- individuare, gestire e attenuare i conflitti di interesse;
- aumentare il livello di armonizzazione con riferimento alle sanzioni e alle misure amministrative previste in caso di violazione delle principali disposizioni contenute nella direttiva stessa;
- migliorare la pertinenza e la profondità dell'attività di consulenza, con la previsione di regole specifiche nelle ipotesi di consulenza indipendente;
- prevedere un articolato regime di *disclosure* della remunerazione dell'intermediario
- garantire che la qualifica professionale e la competenza dei venditori siano direttamente proporzionali alla complessità dei prodotti venduti;
- semplificare e allineare i processi di riconoscimento transfrontaliero degli intermediari assicurativi in tutto il mercato unico europeo.

La proposta di direttiva disciplina le pratiche di vendita di tutti i prodotti assicurativi, dai più complessi prodotti vita *unit-linked* all'assicurazione obbligatoria Rc Auto. La IMD2 è, come la prima direttiva, un tentativo di armonizzazione minima, più profondo ma pur sempre di carattere generale. Pertanto, gli Stati membri potranno e dovranno decidere di an-

dare oltre, avendo come obiettivo ultimo del loro agire il rafforzamento della tutela dei consumatori. La Commissione europea, con riferimento ai maggiori interventi di modifica ha identificato nel documento *Revision of the IMD - Frequently Asked Questions* i seguenti principali elementi di innovazione.

"*1.* The scope of the revised IMD will be extended to all sellers of insurance products, including insurance companies that sell directly to consumers. Other market players who sell insurance products on an ancillary basis (e.g. car rental companies) will be included in a proportionate manner in the scope of the revised IMD.

2. Rules that address more effectively the risk of conflicts of interest, including rules mandating the disclosure of remuneration by intermediaries, will be introduced.

3. Improved requirements would apply to life insurance products with investment elements, covering sales standards, conflicts of interest, and a ban on commission for independent advice.

4. There would be mutual recognition of professional knowledge and ability, as evidenced by registration and proof of professional qualifications acquired in another Member State.

5. Special information requirements would apply where suppliers adopt the practice of bundling products together by informing the customer that it is possible to buy the two products separately.

6. Effective, proportionate, and dissuasive administrative sanctions and measures by competent authorities in respect of breaches would be required by providing guidelines to Member States".

Come è possibile notare, la Commissione pone enfasi par-

ticolare sull'aspetto relativo alla trasparenza con cui tutti i prodotti assicurativi dovranno essere collocati. Nelle intenzioni della Commissione, la IMD2 proporrà importanti innovazioni in relazione alla mitigazione delle asimmetrie informative tra il venditore di prodotti assicurativi e il potenziale cliente. Ad esempio, il consumatore dovrà conoscere lo status giuridico della persona che sta collocando il prodotto, che dovrà chiaramente dichiarare se è o meno collegato tramite partecipazioni societarie al fornitore di servizi assicurativi e se è prevista consulenza indipendente o no. A regime, il venditore del prodotto assicurativo dovrà evidenziare la natura (commissione, stipendio, ecc.) e la struttura (finanziata direttamente dall'acquirente, pagata dall'intermediario, ecc.) del suo compenso e ogni altra informazione riguardante i servizi inclusi nel pagamento del premio assicurativo (tra cui, gestione sinistri, consulenza, amministrazione, ecc.). Allo stesso tempo è prevista l'introduzione di regole specifiche per far fronte in modo più efficace al rischio di conflitti d'interesse, tra cui è di particolare impatto la previsione dell'obbligo a divulgare l'ammontare della remunerazione connessa al collocamento del prodotto assicurativo.

A tal proposito, la Commissione propone due approcci, sulla scorta dell'esperienza di alcuni paesi europei giudicati più avanzati: *mandatory disclosure* e *on request regime*. Il primo caso prevede che l'intermediario debba obbligatoriamente indicare al cliente la remunerazione connessa alla vendita del prodotto; il secondo caso implica per l'intermediario l'obbligo di dichiarare la sua retribuzione solo su specifica richiesta.

La situazione nei paesi membri è già oggi molto diversa: per esempio, in Danimarca e in Finlandia è stato tassativamente imposto il divieto per gli intermediari di ricevere qualsiasi tipo di commissione da parte delle compagnie di assicu-

razione, andando quindi ben oltre l'introduzione di requisiti di trasparenza. In Svezia e nel Regno Unito gli intermediari, per alcune categorie di prodotti, sono già soggetti alla divulgazione obbligatoria della remunerazione.

Nella IMD2 la Commissione propone un periodo di transizione di cinque anni in cui è previsto un regime immediato e stringente, *full disclosure*, per i prodotti assicurativi ramo vita, e *on request* per i prodotti ramo danni. A regime, anche il collocamento dei prodotti ramo danni sarà caratterizzato dalla piena trasparenza.

Nelle intenzioni della Commissione la direttiva dovrà applicarsi a tutti gli operatori del mercato, coprendo anche la fase post vendita (coinvolgendo, per esempio, anche i periti assicurativi – benché su questo punto il Parlamento europeo sembri intenzionato a esprimere parere contrario). Al contrario, opererà in modo più morbido ma comunque incisivo nei confronti di taluni soggetti che, pur non essendo intermediari, operano come collocatori dei prodotti, come ad esempio le agenzie di viaggio.

Quanto invece agli aspetti più strettamente legati alla tipologia di prodotto, nel caso di vendita abbinata (*cross-selling*), così come già disciplinato nella MIFID, è previsto che l'intermediario informi il consumatore della possibilità di sottoscrivere gli strumenti separatamente, fornendo una specifica dettagliata dei costi, degli oneri e degli eventuali benefici dei singoli elementi costituenti il pacchetto assicurativo o finanziario.

La Commissione sostiene con vigore come l'aspetto di maggiore portata innovativa sia quello che riguarda l'accrescimento del grado di protezione dei risparmiatori, che saranno protetti indipendentemente dal canale di vendita che hanno scelto al momento dell'acquisto dell'assicurazione, anche

in ragione delle diversità strutturali del mercato assicurativo dei differenti paesi membri. Il consumatore dovrebbe pertanto essere più informato e in grado di selezionare in modo indipendente il prodotto più idoneo alle proprie esigenze, essendosi ridotti i costi d'informazione e le asimmetrie informative esistenti tra la parte meno informata (consumatore) e quella più informata (intermediario).

In ultimo, la Commissione ritiene che i benefici evidenti per i consumatori si estenderanno anche alle imprese del settore: in particolare, le imprese assicurative beneficeranno di un ispessimento del mercato con conseguente incremento delle vendite, soprattutto nei Paesi strutturalmente sotto assicurati. L'aumento della domanda stimolerà l'innovazione e l'ulteriore crescita del mercato di riferimento, in un meccanismo virtuoso da cui tutti gli operatori del mercato potranno trarre benefici.

Discorso a parte è quello legato al meccanismo sanzionatorio ipotizzato nella direttiva. In linea generale vi è una richiesta agli Stati membri di adoperarsi per garantire che vengano previste delle sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive in caso di violazione delle disposizioni adottate in applicazione della IMD2. Sotto questo aspetto, la novità principale è relativa all'espressa richiesta che le eventuali sanzioni, siano esse comminate a persone fisiche o giuridiche, vengano pubblicate. È infine prevista la presenza di meccanismi efficaci per incoraggiare la denuncia delle violazioni e una tutela adeguata e pregnante per coloro che segnalano la violazione stessa. La proposta di direttiva non prevede sanzioni penali in nessun caso di violazione.

4.3 La proposta di direttiva IMD2: criticità e aree di miglioramento

Alla luce di quanto evidenziato in precedenza nel richiamato studio di PwC, è evidente che la proposta di direttiva impatta su un mercato frazionato in due segmenti di prodotto (vita e non vita) differentemente caratterizzati. A ciò si aggiunga che anche all'interno dello stesso segmento di prodotto vi sono delle differenze molto consistenti tra i diversi Paesi. Tali differenze impattano in modo sostanziale e la strategia della Commissione di prevedere una regolazione di "alto livello", basata dunque su principi generali, appare nel complesso corretta. Gran parte delle difficoltà collegate all'armonizzazione del settore retail assicurativo europeo è dunque dovuta alla estrema frammentarietà dello stesso, abbinata a quadri giuridici molto variegati e a differenti modelli di business sviluppati nel corso del tempo.

Lo studio di PwC analizza altresì il parere dei consumatori e degli operatori del settore, sulla base di questionari e di interviste condotte nei principali Paesi oggetto di analisi. In estrema sintesi non sembra esserci un grande consenso in merito alla necessità di un'informativa più dettagliata e trasparente con riguardo ai costi di distribuzione e alle remunerazioni. Maggiore consenso sembra invece essere attribuito alla proposta di rendere trasparente la componente qualitativa, ovvero la fonte della remunerazione (commissione *una tantum* sulla vendita o stipendio). Si registra un parere unanimemente positivo su due temi, in particolare: estensione ai *direct writer* degli obblighi previsti per gli agenti e per gli altri intermediari assicurativi e trasparenza "a richiesta" sulla natura e la fonte della remunerazione. Pareri negativi, sia dai consumatori che dagli operatori, sono mediamente espressi

con riferimento ai temi della riduzione dei conflitti di interesse attraverso l'eliminazione di tutte le forme di commissione sulla vendita di prodotti assicurativi. Un giudizio ambiguo (neutrale per i consumatori e negativo per gli operatori assicurativi) è invece espresso con riguardo alla trasparenza dell'ammontare della retribuzione percepita dai collocatori di prodotti assicurativi e con riferimento alla possibile estensione delle previsioni MiFID per contribuire a una sana gestione dei conflitti di interesse. Mentre piuttosto prevedibile è il parere negativo degli operatori, particolarmente interessante è la posizione dei consumatori con riferimento all'abolizione delle commissioni percepite dai collocatori dei prodotti. In media, i consumatori sono contrari perché stimano che i costi di aggiustamento sarebbero nel medio periodo ribaltati sul prezzo e sui premi assicurativi, con un beneficio nullo per il cliente e con potenziali effetti negativi sulla qualità e sulla quantità delle coperture offerte. Quanto invece al parere espresso dagli operatori del settore in merito all'allineamento con le prescrizioni MiFID in tema di conflitto di interesse, l'opinione comune è che ciò comporterebbe una penalizzazione per le imprese di piccole dimensioni essendo i costi di *compliance* e di governance caratterizzati da importanti ed evidenti economie di scala.

Per quanto riguarda più da vicino il nostro Paese, pur ritenendo importante il contributo che nel medio periodo verrà fornito dalla sua applicazione, è da ritenersi che, nell'attuale formulazione, la proposta ricalchi parte delle vigenti disposizioni di legge e della regolamentazione IVASS. Molte delle novità introdotte a livello comunitario sono infatti già operative a livello nazionale. In particolare, in analogia a quanto previsto dal regolatore nazionale, viene sancito a livello europeo il principio del *best interest* per il cliente finale ogni qualvolta

l'intermediario dichiari di voler rendere consulenza indipendente. Inoltre, accogliendo la posizione già adottata nel nostro paese dall'allora ISVAP, sono estese alla vendita diretta da parte delle compagnie gran parte delle regole applicabili agli intermediari. È chiarito anche il fatto che in caso di *outsourcing* (per esempio attraverso call center), non sarà richiesta la registrazione se l'attività è svolta dall'*outsourcer* sotto la responsabilità di un intermediario o di una compagnia assicurativa.

Diversamente da quanto stabilito dall'IVASS, la proposta IMD2 non contiene norme analoghe al divieto, previsto nel nostro ordinamento, di assumere contestualmente la qualifica di intermediario assicurativo e di beneficiario delle polizze intermediate (la cui logica è evidentemente quella di mitigare il rischio di fenomeni di *moral hazard*).

Le aree di maggiore rilevanza, e dal contenuto innovativo più pregnante e invasivo nel nostro ordinamento, sembrerebbero essere tre: la prima è senz'altro quella della *disclosure* della remunerazione riconosciuta agli intermediari, intesa sia dal punto di vista qualitativo (come sono remunerati? In forma variabile con commissione sul venduto, percentuale sul premio o in forma fissa?) che dal punto di vista quantitativo (ammontare del compenso ricevuto). Il secondo elemento innovativo è relativo all'ambito delle esenzioni: in particolare, alcuni settori, quali quello della distribuzione delle polizze viaggio o delle polizze vendute dai noleggiatori di auto, vedranno modificato il modello distributivo (pur se con un impatto proporzionale alla complessità degli strumenti assicurativi di volta in volta trattati). Il terzo elemento, che riprenderemo successivamente con dettaglio, è relativo alla commercializzazione dei prodotti finanziari con componente assicurativa (cosiddetti PRIP assicurativi).

Il tema della proporzionalità sembra caratterizzare tutto l'impianto della direttiva, in particolare in materia di requisiti per l'accesso all'attività che saranno coerenti con la complessità dei prodotti intermediati (il che potrebbe perfino semplificare l'accesso alla distribuzione di alcuni prodotti). Per esercitare l'attività d'intermediazione nelle ipotesi di minore complessità (per esempio, la distribuzione di prodotti a contenuto assicurativo accessoria a servizi non di natura assicurativa) è prevista una più snella forma di "dichiarazione" con alleggerimento dei requisiti generali necessari. La medesima procedura dovrebbe applicarsi anche ai gestori di sinistri e ai periti. La proposta di direttiva sembra poter avere un impatto parziale sulla struttura delle reti distributive italiane: in particolare, verranno ricondotte all'attività di intermediazione anche attività a essa connesse ma apparentemente prive di un contenuto assicurativo (per esempio l'attività peritale, di gestione dei sinistri, ecc.).

L'estensione della direttiva ad attività diverse dall'intermediazione ha suscitato notevoli perplessità da parte degli assicuratori europei, soprattutto rispetto a quelle attività che sono sottoposte già a processi di controllo e *compliance* normativa nell'ambito dell'ordinaria gestione aziendale (ad esempio, la liquidazione sinistri) e comunque scarsamente pertinenti con l'attività oggetto di disciplina.

Quanto ai PRIP, l'iniziativa della Commissione tende a introdurre una disciplina che allinei il collocamento dei prodotti finanziario-assicurativi ai prodotti d'investimento e dunque a quanto disciplinato con la direttiva MIFID.

La direttiva stabilisce alcune disposizioni supplementari da applicarsi agli intermediari assicurativi e alle imprese di assicurazione nel momento in cui vendono prodotti di investimento assicurativi prevedendo specifiche disposizioni sui

conflitti di interesse e richiedendo che tali conflitti siano individuati da parte delle imprese assicurative e degli intermediari. Nel caso in cui le misure adottate non siano sufficienti a evitare il rischio di un conflitto d'interesse, il cliente deve essere messo a conoscenza di tale situazione. In particolare vengono richiamati alcuni aspetti già presenti nella MiFid, tra cui i principi di attività imparziale e professionale per soddisfare al meglio gli interessi dei clienti e la garanzia che le informazioni siano chiare, inequivocabili e non fuorvianti.

Viene altresì precisato su quale base si può sostenere che una consulenza è indipendente, intendendosi per tale una valutazione avente a oggetto un numero sufficientemente ampio di prodotti presenti sul mercato includendo l'obbligo di non accettare alcun compenso da parte di terzi. Con riguardo al concetto di "consulenza indipendente", si ritiene opportuno rilevare che tale fattispecie è prevista anche nel caso di attività svolta direttamente da un'impresa di assicurazione. Si tratta, evidentemente, di una contraddizione in termini, già ampiamente segnalata dagli operatori del settore e dalle associazioni di categoria. In ogni caso, il cliente deve essere informato sia dell'eventuale inadeguatezza del prodotto rispetto alle sue caratteristiche, sia dell'impossibilità per l'interme diario o per l'impresa di effettuare una valutazione di adeguatezza nel caso di mancata fornitura da parte del cliente di informazioni sufficienti a testare la sua conoscenza e esperienza nel campo degli investimenti finanziari.

Nella consapevolezza che molti degli aspetti innovativi della proposta Imd2 hanno lo scopo principale di garantire una adeguata tutela al consumatore, sono da evidenziarsi alcuni elementi di criticità, sia di carattere generale, sia connessi alle tipicità del mercato interno.

Con riguardo alla disciplina della fornitura di servizi di

"consulenza indipendente" da parte degli intermediari assicurativi, è difficile immaginarsi le concrete modalità operative e le regole di condotta che dovranno essere seguite. Si consideri, infatti, che è difficilmente ipotizzabile che un'impresa assicurativa, impegnata per definizione nel collocamento di propri prodotti, possa fornire su base indipendente una consulenza relativa alla sottoscrizione di prodotti di terzi. Il concetto di consulenza su base indipendente è altresì in contrasto con lo scopo sociale dell'intermediario assicurativo che, in quanto impresa produttrice e/o distributrice di prodotti, è evidentemente quello di acquisire quote di mercato e di generare profitti. Prescrizione differente sarebbe quella di rendere obbligatoria una trasparente informativa per il cliente in relazione alla disponibilità di analoghi prodotti e servizi offerti da altre compagnie.

Riguardo alle condizioni di maggiore trasparenza previste con riferimento alla remunerazione delle figure commerciali, venditrici dei prodotti assicurativi, si ritiene la norma ampiamente in linea con l'interesse del consumatore. È tuttavia da precisare che il contenuto informativo non dovrà essere presentato come un'ulteriore e talvolta inutile informativa precontrattuale. La remunerazione del venditore, pur rappresentando un'informazione precontrattuale rilevante, nulla ha a che fare con gli elementi principali della transazione, quali l'adeguatezza del prodotto alle esigenze manifestate dal consumatore, la presenza di eventuali costi occulti o rischi non coperti, l'onerosità del premio pagato in rapporto alla copertura acquistata. La comunicazione delle commissioni di intermediazione all'assicurato non deve infatti indebolire i punti chiave e salienti del contratto di polizza. Per questo motivo, è da valutarsi la possibilità di fornire tali indicazioni solo su richiesta, evitando di fornire un elemento oggettivamente poco

rilevante nella valutazione delle caratteristiche di una copertura assicurativa.

Quanto al tema della profilatura della clientela, ovvero all'obbligo posto in capo agli intermediari di servirsi di questionari e idonei processi per individuare il profilo di rischio dei risparmiatori e per proporre loro soluzioni di investimento o di assicurazione coerenti con il profilo di rischio, si ritiene che un positivo segnale possa essere legato alla previsione di una totale separazione tra figure commerciali (venditori) e figure cui è demandata l'attività di profilatura. Sotto tale aspetto giova effettuare un parallelismo con quanto il regolatore finanziario internazionale prevede in tema di rating interni delle banche. In particolare, l'unità deputata a rilasciare il rating è totalmente indipendente dalle unità di business, sia da punto di vista funzionale che gerarchico. Tra le stesse, nella concezione più evoluta, sono previsti veri e propri *chinese wall* per cui le figure commerciali non possono, se non limitatamente e relativamente a una componente solo qualitativa, influenzare il processo di attribuzione dei rating. Affidando dunque l'attività di profilatura della clientela a un'entità interna ma indipendente (magari alle dipendenze dell'area Compliance), si otterrebbe agevolmente l'effetto di aumentare la trasparenza e di sollevare da potenziali conflitti d'interesse il personale adibito alla vendita dei prodotti.

In ultimo, un ulteriore elemento innovativo della direttiva, potenzialmente caratterizzato da criticità, riguarda l'allargamento della nozione di "intermediazione assicurativa". Nella stessa è ricompresa anche l'attività di gestione professionale dei sinistri e di liquidazione, ovvero attività a valle di quella squisitamente assicurativa e di collocamento di prodotti che nessuna relazione hanno con l'attività di intermediazione.

5. Conclusioni

Le tre normative in questione – MiFid2, Imd2 e Prip – anche se tra loro diverse, sono ispirate agli stessi principi. L'obiettivo principale dei nuovi regolamenti è quello di rafforzare la tutela dei consumatori e dei risparmiatori colpiti dalla crisi, vittime anche di una vigilanza spesso inadeguata o insufficiente. Le nuove norme intendono, inoltre, favorire la creazione di un mercato unico europeo, verso un'intermediazione sempre più transfrontaliera. Lo spirito di questo pacchetto di interventi, che ha il merito di evidenziare l'importanza delle relazioni commerciali con i risparmiatori e gli assicurati, è sicuramente condivisibile. Il ruolo degli intermediari viene nelle intenzioni del legislatore valorizzato e consolidato e vengono loro attribuite nuove e importanti responsabilità, sancendo di fatto i cambiamenti iniziati nei primi anni Novanta, con il passaggio dal controllo del prodotto al controllo della distribuzione.

Quale sarà l'impatto complessivo delle nuove direttive sul mercato finanziario? In generale, si può ritenere che le nuove disposizioni avranno sul sistema conseguenze positive, sebbene diversi elementi potrebbero rendere difficile la realizzazione degli obiettivi prefissati. *In primis*, bisogna tener presente che i prodotti offerti hanno caratteristiche e tipologie di rischio di natura diversa. L'assicurazione, da un lato, e gli investimenti finanziari, dall'altro, hanno funzioni specifiche che si riferiscono a una gestione specialistica del rischio. Ci si riferisce, in particolare, alla differenza che esiste tra Prip/Ucits/"Prip assicurativi" e assicurazioni del ramo danni. Le differenze tra questi prodotti dovranno dunque essere prese in seria considerazione da parte del legislatore europeo.

Un punto di estremo rilievo è quello delle remunerazioni.

Le nuove norme potrebbero costringere i piccoli intermediari (si pensi ai piccoli broker e agli agenti del comparto retail) a comunicare le informazioni sulla remunerazione in ogni caso, mentre altri intermediari (ad esempio, quelli che trattano i grandi rischi e la riassicurazione), in quanto esenti dalle norme sulla *disclosure*, non avranno grandi problemi. I primi potrebbero non riuscire ad adattarsi a questo nuovo modello di business, e il semplice fatto di dover comunicare tutte le informazioni sulla remunerazione potrebbe incidere sulla domanda dei loro servizi[42]. Gli intermediari del comparto retail, in particolare i piccoli agenti, potranno trovarsi in difficoltà nell'adattarsi alle nuove norme, e molti di loro rischieranno di essere estromessi dal merca to dal gioco della concorrenza. I consumatori, di conseguenza, saranno portati a ridurre i loro investimenti o lo faranno dopo aver ricevuto una consulenza non professionale.

Il nuovo impianto regolamentare può dare vita a un significativo cambiamento nell'attività commerciale e perciò occorre costruire delle norme che siano strettamente necessarie, senza aumentare gli oneri amministrativi a carico del sistema finanziario, e che garantiscano una effettiva armonizzazione a livello europeo. Come già si è avuto modo di dire in precedenza, l'obiettivo generale delle nuove regolamentazioni si inquadra nella volontà delle istituzioni europee di sviluppare il mercato unico dei servizi, al di là delle molte differenze che ancora caratterizzano i mercati nazionali e i relativi modelli distributivi. Lo sforzo di armonizzazione degli interessi in gioco è senza dubbio importante ed è altresì cruciale

[42] Una situazione analoga si è verificata di recente nel Regno Unito: come risultato il 50% dei consulenti finanziari indipendenti (IFAS) sta rischiando l'uscita dal mercato. Lo stesso si è verificato in alcuni Paesi scandinavi quando è stato imposto il divieto per gli intermediari di ricevere la remunerazione sotto forma di commissioni dalle compagnie.

che le trasposizioni non travisino l'impianto originario delle direttive, generando così notevoli disparità di trattamento tra i diversi Paesi.

Il settore europeo della distribuzione dei prodotti e servizi finanziari è estremamente strutturato ed eterogeneo, è formato da una pletora di intermediari assicurativi che lavorano "in" o "come" piccole e medie imprese. Un'*over-regulation* sarebbe indesiderabile perché rischierebbe di ridurre il numero di operatori e quindi anche la possibilità di scelta da parte degli investitori[43]. La Commissione dovrebbe quindi cercare di incoraggiare gli intermediari finanziari affinché esercitino il loro mestiere nel miglior modo possibile, accettando anche le situazioni di difficoltà che inevitabilmente si trovano a dover affrontare. Gli intermediari, da parte loro, non dovrebbero essere appesantiti continuamente con norme e costi regolamentari talvolta inutili e dagli effetti potenzialmente distorsivi. È necessario trovare un complicato equilibrio tra la protezione del cliente e l'efficienza del mercato, un equilibrio che non può trascurare l'eterogeneità dei diversi mercati e paesi. Dimenticare questo significherebbe rinunciare all'obiettivo principale di creare le condizioni per un contesto competitivo concorrenziale europeo in cui possano dispiegarsi al meglio le più vitali energie imprenditoriali e le più innovative idee commerciali.

Le proposte delle direttive prevedono che le Autorità di vi-

[43] Nel Regno Unito il brokeraggio assicurativo nel ramo danni è stato visto per molto anni come un business autoregolato. Prima dell'emanazione dell'IMD1 nel 2002 il settore era regolato in modo soddisfacente da un manuale di 40 pagine rilasciato dal General Insurance Standards Council. Dopo il recepimento dell'IMD1, la regolamentazione del settore è caduta sotto l'egida del Financial Services Authority che ha realizzato un manuale di 6.000 pagine ricco di molti dubbi e poche certezze. Ora, quindi, un piccolo broker è regolato dalle stesse norme e dalle stesse persone che regolano Royal Bank of Scotland.

gilanza coinvolte siano incaricate di sviluppare norme tecniche di regolamentazione e di attuazione. Bisogna avere consapevolezza del rischio insito in questo tipo di attività: l'introduzione di dispositivi virtuosi ancorché impraticabili. Per questo motivo, sarebbe opportuno che lo sviluppo di queste norme tecniche sia predisposto con le organizzazioni professionali, tramite un'azione concertata sotto la supervisione del Parlamento europeo, il quale potrà intervenire per superare le eventuali difficoltà incontrate nell'elaborazione dei termini e delle condizioni in caso di mancato accordo tra le Autorità e le controparti interessate. Procedere per mezzo del coinvolgimento diretto del mondo degli intermediari è necessario anche per favorire una graduale introduzione di misure che potrebbero sconvolgere gli equilibri economici e i modelli distributivi cui le proposte legislative sono rivolte, con conseguenze dannose tanto per il settore quanto per gli investitori.

Riferimenti bibliografici

ANIA (2012), *L'assicurazione italiana 2011-2012*.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF) (2012), *2012 Risk and Trend Mapping for Financial Markets and Savings*, Research, strategy and risks division.

BANCA D'ITALIA (2013), *Relazione Annuale*, 31 maggio.

– (2012), *La ricchezza delle famiglie italiane*, Supplementi al Bollettino Statistico. Indicatori monetari e finanziari, Anno XXII, 13 dicembre.

CENTRO ARCELLI PER GLI STUDI MONETARI E FINANZIARI (CASMEF) (2012), *Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa*, marzo.

CERVELLATI E., PARRELLA F., SPALLONE M. (2013), "Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela", in *Rivista Bancaria Minerva Bancaria*, n. 1/2.

Cucurachi P. (2009), "Le regole dell'adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento: il punto di vista della teoria della finanza", in Aa.Vv., *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFid: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di Michele De Mari, Cedam.

D'Apice R. (2010), "I nuovi consulenti finanziari tra indipendenza del soggetto e distribuzione del prodotto", in R. D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFid in Italia*, il Mulino, Bologna.

De Palma A., Picard N. (2010), *Evaluation of MiFid Questionnaires in France, Study for the Amf*, www.amffrance.org.

European Commission (2013), *Green Paper*, LongTerm Financing of the European Economy.

European Securities and Markets Authority (Esma) (2011), *Guidelines on Certain Aspects of the MiFid Suitability Requirements*, Consultation paper, december, Esma/2011/445.

Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (FeBAF) (2011), *Il risparmio degli italiani: tendenze e nuove sfide*, Bancaria Editrice, Roma.

Financial Services Authority (Fsa) (2011), *Assessing Suitability: Establishing the Risk a Customer is Willing and Able to Take and Making a Suitable Investment Selection*, March.

Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (Ivass) (2012), *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2011*.

Janin S. (2013), *Inducements in France: No Ban But Transparency*, intervento al seminario "Il disincentivo agli incentivi nella disciplina sui servizi d'investimento: tendenze europee e nazionali a confronto", in occasione del Salone del Risparmio 2013.

Linciano N., Soccorso P. (2012), *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion Paper, 4

Marinelli N., Mazzoli C. (2010), *The Traditional Approach to Evaluate the Risk Tolerance of Investment Decisions*, Palgrave Macmillan, Uk.

Oriani M., Zanaboni B. (2011), *La consulenza finanziaria. Le soluzioni organizzative, produttive e distributive. Le tematiche chiave e i modelli di servizio a confronto*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Patterson J. (2013), *The Uk's Retail Distribution Review*, interven-

to "Il disincentivo agli incentivi nella disciplina sui servizi d'investimento: tendenze europee e nazionali a confronto", in occasione del Salone del Risparmio 2013.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (2011), *Study on the Impact of the Revision of the Insurance Mediation Directive*, May.

SABATINI D. (2011), "Le emissioni obbligazionarie retail delle banche italiane e le obbligazioni da banco", in *Bancaria*, n. 6, pp. 98-103.

SCIARRONE ALIBRANDI A. (2010), "Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie", in Aa.Vv., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam, Padova.

TOFANELLI M. (2012), *Modelli di servizio e di remunerazione della consulenza finanziaria*, intervento in occasione del Forum nazionale sulla consulenza finanziaria, svoltosi a Milano il 19 marzo.

3. Commenti

La distribuzione dei prodotti finanziari e gli investimenti di lungo periodo. Il ruolo dei fondi pensione

Raffaele Capuano, COVIP

1. I temi della ricerca: la distribuzione dei prodotti finanziari e gli investimenti di lungo periodo

Il tema sul quale viene richiamata l'attenzione è quello della distribuzione dei prodotti finanziari, con le conseguenti considerazioni in materia di regole di condotta che devono essere osservate da parte dei soggetti che operano sul mercato.

Peraltro la riflessione si articola in una più vasta analisi della composizione della ricchezza finanziaria in Europa e in Italia, il tutto in un contesto di crisi generale che ha ridotto le risorse disponibili per alimentare l'economia reale di gran parte dei paesi europei.

Sotto il primo profilo, ciò che emerge con evidenza è la progressiva convergenza delle regolamentazioni di settore, soprattutto in materia di trasparenza e di processi per la gestione della clientela, con particolare riguardo all'assistenza che gli operatori del mercato possono fornire ai clienti investitori.

Per quanto concerne il dato dell'impatto della crisi economica e finanziaria sulla composizione dei portafogli delle famiglie si rileva che, a fronte di un aumento dei depositi bancari o postali, il sistema bancario riduce gli impieghi nei confronti dell'economia produttiva, mentre rimane limitato il

ruolo delle altre forme di raccolta del mercato finanziario tipicamente dedicate al finanziamento diretto delle imprese.

Ove si trasferiscano queste riflessioni alla sfera più ristretta della previdenza complementare e, in particolare, di quella italiana, i fenomeni richiamati sono ancora più evidenti.

Esiste uno sforzo di regolamentazione più pregnante in materia di raccolta di adesioni alle forme di previdenza complementare e di obblighi di informazione che debbono essere rispettati nei confronti di potenziali aderenti. L'attività normativa in essere peraltro risente grandemente dell'esigenza di avvicinare la disciplina specifica dei fondi a quella dei settori finanziario e assicurativo. Tale scelta è seguita sia a livello europeo che a livello nazionale. In quest'ultimo caso il sistema italiano già beneficia di una articolazione di fondi e di operatori che rispecchiano la concorrenza tra forme eterogenee (strumenti ad adesione collettiva e strumenti ad adesione individuale) e di normative di coordinamento che permettono una concorrenzialità piena e in qualche misura esemplare.

Per quanto riguarda il ruolo dei fondi nella alimentazione dei canali di finanziamento dell'economia diversi da quello bancario il sistema nazionale, invece, risulta al momento ancora poco sviluppato e richiede sicuramente uno sforzo di potenziamento.

2. Le iniziative europee nel settore dei fondi pensione

Esiste una grande attenzione a livello comunitario per il mondo della previdenza complementare, verso il quale si indirizzano più iniziative normative.

Vi è il progetto di direttiva comunitaria per la regolamentazione dei fondi pensione ad adesione collettiva, il quale è ispi-

rato agli obiettivi di dettare disposizioni uniformi per i membri dell'Unione in materia di trasparenza e di governance.

Vi è poi l'iniziativa, in via di definizione, della direttiva sulla offerta di Prodotti finanziari ai risparmiatori retail la quale prevede una serie di norme ispirate ai principi di tutela dei consumatori tra i quali gli schemi di informazione sintetica che devono essere offerti agli investitori al dettaglio in occasione della sollecitazione dell'investimento. Tale proposta di direttiva, pur non essendo immediatamente applicabile ai fondi pensione, ispira largamente le scelte del legislatore comunitario nelle iniziative direttamente destinate al settore.

Vi è infine l'iniziativa dell'Autorità europea per le Assicurazioni e i Fondi Pensione di sviluppare un progetto di regolamentazione in materia di Piani Pensionistici Individuali. Anche in questo caso il tema presenta evidenti impatti trasversali tra i settori pensionistico, finanziario e assicurativo e anche in questo ambito l'Italia può rivendicare un'esperienza avanzata in termini di concorrenzialità delle forme.

3. La valorizzazione del sistema nazionale articolato su forme eterogenee di previdenza complementare

Nello sforzo di focalizzare l'attenzione in modo più compiuto sul sistema nazionale sono di sicuro interesse le caratteristiche italiane dei meccanismi di adesione ai fondi. È pur vero che a oggi il sistema registra un insoddisfacente tasso di adesione ai fondi (circa il 25% della forza lavoro del settore privato in Italia), ma è altrettanto vero che l'adesione mediante conferimento del TFR in modo irrevocabile garantisce certezza di flussi ai fondi pensione stessi.

Il sistema delineato dal legislatore nazionale, infatti, ispirato a principi di tutela dell'interesse ultimo del lavoratore a beneficiare di una rendita pensionistica aggiuntiva rispetto a quella della previdenza di base, permette di canalizzare flussi finanziari stabili verso i patrimoni dei fondi.

Altra caratteristica fondamentale del sistema nazionale è l'omogeneità di regole in merito alla raccolta di adesioni pur articolata tra adesioni a carattere collettivo e adesioni a carattere individuale. Tale scelta del legislatore permette di realizzare un sistema di previdenza integrativo ampio, articolato e flessibile tale da consentire il raggiungimento delle più ampie platee di lavoratori dipendenti e autonomi.

Vale la pena sottolineare che il predetto assetto consente al sistema italiano di essere fonte di ispirazione per le richiamate iniziative di riforma del sistema di previdenza complementare europeo.

L'Autorità nazionale sta, peraltro, riflettendo su come migliorare il quadro normativo di riferimento; in particolare appaiono necessari alcuni aggiustamenti del regolamento sulla raccolta delle adesioni, sia per quanto riguarda l'informativa da fornire ai potenziali aderenti, sia con riferimento ai meccanismi di valutazione dell'idoneità dello strumento proposto rispetto alle esigenze dei singoli.

4. Lo sviluppo di un mercato finanziario nazionale efficiente e il ruolo del risparmio previdenziale

Venendo al ruolo che i fondi pensione possono assolvere nel finanziamento dell'economia reale attraverso forme di finanziamento "diretto" delle imprese, occorre riflettere su alcuni dati di sistema.

Innanzitutto occorre considerare l'evidente crisi del settore bancario, il quale non riesce a soddisfare le richieste di risorse da parte degli operatori economici. I fenomeni di *credit crunch* sono un dato purtroppo ben noto e il sistema italiano ne soffre in misura pari se non superiore rispetto ad altri paesi europei.

In tale contesto è evidente il potenziale ruolo che possono svolgere gli investitori istituzionali e, tra essi, i fondi pensione. Tale ruolo, tuttavia, è condizionato da due fattori: il primo è connesso alla esistenza di un efficiente mercato finanziario alternativo rispetto al mercato del credito; il secondo risiede nella composizione dei portafogli di investimento di detti investitori – e in particolare dei fondi pensione – la quale risente della effettiva propensione di tali soggetti ad assumere rischi sul predetto mercato.

Non si ritiene necessario affrontare in questa sede l'annosa questione dello sviluppo del mercato finanziario italiano; l'attenzione si concentra pertanto sulla composizione dei portafogli dei fondi, ovvero degli altri operatori del settore previdenziale.

Tutti tali soggetti, infatti, sono per definizione gli investitori che più di ogni altro possono operare nel lungo periodo in relazione agli impegni che essi assumono nei confronti dei loro iscritti. Ci si dovrebbe attendere, pertanto, che nella composizione dei portafogli detti operatori possano investire assumendo rischi parametrati sull'orizzonte temporale nel quale essi operano. Se invece si guarda ai dati aggregati relativi alla composizione dei portafogli di tali operatori, disponibili peraltro nelle relazioni annuali prodotti dall'Autorità competente, si osserva una composizione non soddisfacente rispetto a quanto ci si potrebbe attendere.

Limitando i dati ai soli fondi pensione, e in base a quanto

riportato nella relazione annuale al 31 dicembre 2012 (dati più aggiornati saranno disponibili a breve) si vede che in media la composizione dei portafogli di tutte le tipologie italiane di fondi presentano circa il 50% di investimenti in titoli di Stato, circa il 10% in altri titoli di debito, circa il 14% in titoli di capitale (di cui italiani circa lo 0,9%); infine la quota di investimenti in OICR è circa il 13% (di cui gli OICR immobiliari sono circa l'1,5%). Gli strumenti di finanziamento delle infrastrutture, del debito o del capitale di PMI, non sono sostanzialmente presenti.

Fatta tale premessa, occorre tuttavia riconoscere che il mercato finanziario italiano, sbilanciato com'è sull'attività creditizia ancor più di quanto non accada a livello europeo, non sembra offrire ai fondi pensione e, più in generale, agli investitori istituzionali un'adeguata gamma di opzioni di investimento destinate al finanziamento dell'economia reale in un'ottica di lungo periodo.

Ciò è tanto più vero in quanto recenti iniziative legislative hanno voluto incentivare la creazione di strumenti destinati al finanziamento dei debiti delle piccole e medie imprese e altri sforzi si stanno facendo per sviluppare veicoli finanziari diretti a sostenere le infrastrutture del Paese.

In definitiva ci si rende conto che lo sviluppo della domanda di investimenti di lungo periodo, volta ad alimentare un'adeguata costruzione del portafoglio degli investitori istituzionali, necessita del potenziamento dell'offerta di prodotti idonei.

Pertanto se è un dato oggettivo che la scarsa diversificazione di un portafoglio di gestione non costituisce un modo soddisfacente di gestire le risorse finanziarie, è pur vero che il sistema finanziario ha l'onere di realizzare ogni sforzo che sia teso a permette l'incrocio tra domanda e offerta.

Si tratta, pertanto, di creare le condizioni perché vengano soddisfatte le esigenze di trasparenza del prodotto e di governance dello strumento che possa garantire al meglio la tutela degli interessi di cui sono portatori gli operatori del settore previdenziale.

La distribuzione dei prodotti finanziari e gli attori del mercato. Il ruolo delle Autorità di vigilanza

Corrado Baldinelli, IVASS

1. Lo scenario

Espongo alcune idee a titolo personale, senza che queste impegnino l'Istituzione cui appartengo. Cercherò in primo luogo di esprimere la mia opinione su alcuni quesiti ricorrenti.

1) Si registra una modernizzazione del sistema finanziario di fronte alla crisi? I momenti di difficoltà rappresentano, senza dubbio, fasi storiche in cui le reazioni dell'industria finanziaria assumono connotati di particolare dinamismo. Sono i momenti in cui si partorisce qualcosa di nuovo, con l'obiettivo di superare disfunzioni e problemi che la crisi ha portato in evidenza.
2) Un secondo aspetto riguarda se dobbiamo per forza omologarci ai sistemi diffusi in Europa dal punto di vista distributivo. Osservo che esistono specificità proprie che attengono alla storia e alla cultura del nostro Paese; per questo, è plausibile che non abbia a determinarsi un'omologazione piena a ciò che sta avvenendo in Europa, seppure i trend in atto a livello del mercato unico non possano ovviamente essere trascurati.
3) Il terzo tema attiene all'eccesso di produzione normativa a livello europeo e, di conseguenza, nazionale. Questo è, purtroppo, un dato di fatto. Anche il settore assicurativo

sta vivendo una fase di profonde modificazioni legate all'attuazione di Solvency II: dal 1° gennaio 2016 questa troverà concreta applicazione. Nel momento in cui la direttiva verrà recepita, si determineranno le condizioni per un upgrade del sistema in termini di sensibilità ai rischi e attenzione ai controlli; rilevante sarà lo sforzo di adeguamento; vigile dovrà permanere l'attenzione affinché l'eccesso di complessità normativa non abbia a rendere scarsamente comprensibile il quadro di riferimento. In tali circostanze potrebbe risultare addirittura opaco o poco affidabile lo stesso processo di determinazione del patrimonio in rapporto ai rischi assunti.

2. Le reti distributive

Vorrei ora offrire alcuni spunti di riflessione in materia di reti distributive, provando ad allargare lo sguardo ai diversi ambiti di offerta di prodotti al cliente, oggetto di attenzione da parte dell'industria sia bancaria, sia finanziaria, sia assicurativa.

Operano sul territorio professionisti legati (*tied*) a una o più aziende mandanti, accanto a consulenti indipendenti (*untied*).

Nel campo degli strumenti finanziari, le figure presenti sono quelle del promotore (come soggetto *tied*) e del consulente finanziario (*untied*). Nel settore del credito, operano l'agente in attività finanziaria (*tied*) e il mediatore creditizio (consulente untied). Nell'ambito assicurativo, parimenti, troviamo l'agente (*tied*) e il broker (*untied*). Trattasi di figure – nei tre ambiti di attività – parallele, seppure ciascuna con specificità sue proprie.

La tripartizione degli ambiti operativi e di vigilanza crea, non infrequentemente, ambiti di potenziale confusione, possibile *overlapping*, talora conflitti di attribuzioni e di responsabilità tra supervisori, specie quando si è in presenza di prodotti che presentano caratteristiche non univoche, a cavallo di più di un settore.

Un ambito di lavoro particolarmente problematico, per un supervisore, è là dove si registra una sovrapposizione di competenze, un "territorio" dove il prodotto è un po' assicurativo e un po' finanziario, oppure si è di fronte a un prodotto di credito avente anche tratti e connotati di uno strumento finanziario. Bisogna, in questi casi, trovare una sintesi, forme di accordo, di cooperazione con gli altri supervisori, di chiara definizione delle competenze. Questo non è sempre agevole: richiede spesso lunghe discussioni, la ricerca di complesse interpretazioni normative, laboriosi negoziati, con potenziali ricadute in ultima istanza sull'efficacia della supervisione e con conseguenti oneri a carico dei "vigilati", a motivo di norme non sempre lapalissiane che possono prestare il fianco a *modus operandi* non simmetrici o poco cristallini.

La trilogia delle normative e dei prodotti (credito, strumenti finanziari, assicurazioni) richiama e, talora, deriva dalla stessa tripartizione dei poteri di vigilanza, dall'esistenza di distinte Autorità di settore.

Ove la questione venga letta con l'ottica dell'utente-consumatore, ne potrebbe scaturire la richiesta di disporre – per la vendita/promozione dei prodotti – di una figura univoca di *professional*, un esperto che sappia svolgere il suo mestiere a 360 gradi, offrendo prestazioni a elevato contenuto consulenziale che riguardino il credito, gli strumenti finanziari, le coperture assicurative. Ove ciò fosse in astratto possibile, potrebbero essere proposti e venduti al cliente prodotti e servizi

che coprono l'intero arco delle sue esigenze, che riguardino la gestione sia delle sue attività che delle sue passività, in una visione olistica e potenzialmente più efficiente di "servizio al cliente".

L'auspicio di un siffatto univoco professionista, operante a largo spettro, viene alla mia attenzione nei momenti in cui, come supervisore, mi trovo a sopportare la fatica della "delimitazione dei confini" tra *authorities*, la disciplina dei casi di *overlapping* di competenze. Il rischio è che, in tali evenienze, derivi per l'utente-consumatore e per gli operatori del settore un carico eccessivo di norme, alcune prodotte da un'Autorità, altre prodotte da un'altra, su profili contigui ma leggermente diversi, riguardanti sovente lo stesso soggetto e lo stesso prodotto.

Alla luce di ciò, credo sia davvero opportuno provare a ragionare, in modo laico e distaccato, su come accrescere la cooperazione, semplificare i processi, addivenire a un sistema meno gravoso per l'utenza e per gli operatori in termini di *burden* normativo e oneri comportamentali.

La seconda provocazione attiene a come possiamo aumentare l'efficacia dell'azione di controllo e la tutela del consumatore nei momenti in cui ci si avvale di reti di vendita. L'auspicio è che aumenti l'affidabilità e la qualità professionale di chi opera sul territorio e si confronta quotidianamente con la clientela.

Dal punto di vista della vigilanza, un punto delicato è la numerosità di tali soggetti. Allorché gli elenchi di tali soggetti sono eccessivamente popolati, troppo articolati, risulta problematica un'efficace azione di controllo da parte dell'Autorità preposta. Una modalità incisiva di esercizio della vigilanza può diventare, allora, la richiesta di un'accentuazione della "presa" del mandante sul mandatario; tanto maggiori sono le

responsabilità e i controlli esercitati dal primo, tanto più contenuta potrà essere la probabilità di registrare *misconducts* da parte delle reti di vendita.

Più problematico è il trattamento dei professionisti indipendenti (*untied*). In tal caso, non esiste un mandante, un referente che possa essere investito di poteri di supervisione e di controllo. Il compito ricade *in toto* sull'Autorità di vigilanza di settore.

Particolarmente rilevanti sono le normative in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e correttezza dei comportamenti. Sono apprezzabili, al riguardo, gli sforzi prodotti dalle categorie in materia di autodisciplina, diffusione di codici etici e di comportamento, soprattutto se corredati da adeguate iniziative di *enforcement*.

3. La funzionalità del mercato unico dei servizi finanziari

Ultimo punto a cui vorrei accennare è la funzionalità del mercato unico europeo dei servizi finanziari. Questo opera correttamente se i singoli sistemi nazionali sono dotati di presidi validi di vigilanza e se le autorità dei singoli Stati svolgono, tutte e in modo efficace, l'attività di controllo che loro compete. Questo oggi non avviene in Europa. Con l'allargamento sono entrati in Europa paesi aventi standard di vigilanza molto più laschi dei nostri. Da Romania, Cipro e Malta si sta registrando, ad esempio, l'insediamento di soggetti vigilati che poi chiedono di operare in libera prestazione di servizi sul territorio italiano. Non di rado, dietro queste strutture insediate nei paesi menzionati operano cittadini italiani poco reputabili che, per eludere una vigilanza più incisiva, preferi-

scono lavorare senza uno stabile insediamento nel nostro Paese, ma agendo dall'estero e avvalendosi della disciplina della libera prestazione.

In tali casi, deve farsi più severa l'azione di repressione sul territorio nazionale, sovente disponendo purtroppo di strumenti giuridici non sempre altrettanto incisivi quanto quelli preordinati a gestire anomalie di soggetti insediati in Italia. Accanto a ciò, va intensificata l'azione politica a livello europeo affinché le giurisdizioni meno affidabili rafforzino le proprie funzioni di vigilanza; in mancanza di ciò, bisogna poter esigere dall'Europa clausole di salvaguardia che tutelino, sotto il profilo sostanziale, l'utente-consumatore del nostro Paese, evitando arbitraggi e raggiri.

La ricerca FeBAF è senz'altro un interessante esercizio e aggiungo che riterrei ulteriormente meritevoli di approfondimento alcune specificità dei prodotti assicurativi; mi riferisco, in particolare, al trattamento delle polizze vita sulle gestioni separate.

4. Il contributo delle Associazioni all'Osservatorio

Associazione Bancaria Italiana - ABI

David Sabatini

Ringrazio la FeBAF, il CASMEF e la LUISS per il lavoro fatto. Il tema della distribuzione è centrale sia a livello regolamentare sia nell'assetto dell'industria finanziaria in Europa e in Italia. L'Italia è uno dei paesi europei con una rilevante prevalenza di investitori di tipo retail su cui si concentra la tutela e l'attenzione da parte delle Autorità di regolamentazione e di vigilanza. In Italia il tema della distribuzione è fondamentale. Per il sistema bancario lo è ancora di più: le banche sono interessate a questo tema non solo come prestatori di servizi d'investimento (e quindi distributori di prodotti finanziari), ma anche come emittenti di prodotti. Non scordiamoci che le obbligazioni bancarie sono un pilastro fondamentale per l'attività bancaria. Secondo i nostri ultimi dati, il 30% della raccolta bancaria avviene attraverso obbligazioni. Il dato è in netta diminuzione rispetto a un anno e mezzo fa, quindi c'è un ritorno graduale alla normalità nel rapporto tra raccolta obbligazionaria e raccolta tradizionale attraverso i conti correnti. Si è detto che non esistono prodotti adatti ai fondi pensione, ma secondo me il tema della scarsa presenza dei fondi pensione su determinate asset class – adesso si parla tanto di minibond, di obbligazioni corporate – è un problema che riguarda in generale tutte le categorie di investitori istituzionali.

In realtà gli investitori istituzionali non sono solo investitori nei prodotti finanziari ma sono anche essi un anello della distribuzione. È vero che in Italia buona parte dei prodotti sono distribuiti direttamente al retail (il cosiddetto risparmio amministrato rispetto a quello gestito) ma, ad esempio, il modello distributivo inglese, invece, si basa sull'accesso del risparmiatore ai prodotti finanziari intermediato dai fondi comuni di investimento, fondi pensione o istituzionali.

La ricerca affronta trasversalmente alcuni dei principali dossier europei che riguardano la distribuzione. Già nel 2007 la MiFID ha dato un ruolo centrale alla fase della distribuzione e al cliente con i suoi bisogni. Come sappiamo la MiFID2 sta ritoccando alcuni di questi aspetti, rafforzando ulteriormente le tutele.

Volevo cogliere l'occasione per segnalare un tema generale del processo normativo in atto a livello europeo. Si è parlato di bolla regolamentare. In questi cinque anni di crisi le Autorità di regolamentazione e di vigilanza europee e internazionali hanno aperto continuamente nuovi dossier. Più che di bolla regolamentare dovremmo forse parlare di "bulimia" regolamentare. Quello che spesso si osserva è che i vari dossier non sempre sono tra loro coordinati e a volte manca una strategia regolamentare unica senza la quale si verificano sovrapposizioni o approcci regolamentari diversi nei vari dossier. Questo è un problema sul quale forse l'industria ha poca leva ma è un tema che le Autorità di vigilanza europee dovrebbero tenere in forte considerazione.

Un altro tema critico è quello delle revisioni delle normative. Quando diventano dei cambiamenti di rotta o delle controriforme, come sta avvenendo con la MiFID sul fronte mercati, è preoccupante perché se pensiamo che la MiFID è entrata in vigore nel 2007 – e non scordiamoci che le norme ita-

liane di attuazione sono state pubblicate il giorno prima dell'entrata in vigore, sostanzialmente tre anni fa – dopo quattro o cinque anni si è cominciato a rimettere in discussione gli approcci utilizzati più sull'onda emotiva della crisi che, forse, non per la necessità di apportare modifiche sostanziali alla normativa. Questo è un problema perché l'industria sostiene un costo ogni volta che viene cambiata la regolamentazione. L'auspicio è che queste preoccupazioni possano essere prese in considerazione nella successiva fase dell'Osservatorio.

Associazione Nazionale delle Imprese di Assicurazione - ANIA

Stefano Montanari, Antonio Nicelli, Carlo Savino

La ricerca sulla distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa, condotta dal Centro Arcelli per gli Studi Monetari e Finanziari della LUISS (CASMEF) e dalla Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (FeBAF), giunge quanto mai opportuna, in un momento in cui sia la distribuzione finanziaria e assicurativa sia la relativa regolamentazione sono in rapida e significativa evoluzione.

Il corpo centrale della ricerca è incentrato sui più recenti sviluppi normativi a livello europeo, ossia la revisione della direttiva MIFID, la nuova disciplina dei prodotti di investimento "preassemblati" (PRIPS), la revisione della direttiva sull'intermediazione assicurativa (IMD2). Si tratta di riforme destinate ad avere un impatto significativo anche sulla distribuzione dei prodotti assicurativi.

Temi come quelli della "profilatura" della clientela, i questionari di adeguatezza, l'informativa sintetica e standardizzata, i conflitti di interesse, la trasparenza in merito alla retribuzione corrisposta agli intermediari sono solo alcuni aspetti sui quali le nuove norme comunitarie andranno a incidere.

Si tratta di norme, peraltro, che saranno applicate a un settore – quello della distribuzione assicurativa – complesso, variegato e in forte cambiamento.

La distribuzione dei prodotti assicurativi nei principali paesi europei è oggi caratterizzata da un'ampia varietà di figure professionali. Agli intermediari tradizionali – agenti e broker *in primis* – si sono via via affiancati gli sportelli bancari, i promotori finanziari, i vari canali di vendita diretta.

Vi sono alcune tendenze evolutive comuni alle varie realtà nazionali; in particolare, l'obiettivo delle imprese di razionalizzare la struttura distributiva, che si è tradotto in un'azione finalizzata a ridurre i costi dei canali "fisici" e a perseguire, in parallelo, lo sviluppo di canali virtuali.

La propensione verso un più razionale utilizzo delle risorse tecnologiche e il relativo impatto sulla distribuzione assicurativa è un fenomeno rilevato con chiarezza in una recente ricerca commissionata da ANIA a Europe Economics[1].

Dai risultati dello studio si può apprezzare come le modifiche normative e l'innovazione tecnologica abbiano favorito l'emergere di modelli distributivi di tipo misto, in un contesto di mercato sempre più caratterizzato dalla multicanalità. Accanto ai canali tradizionali, l'innovazione tecnologica ha consentito la crescita di importanza di alcuni strumenti di vendita a distanza (telefono e soprattutto Internet) che a sua volta ha consentito, in una seconda fase, il forte sviluppo dei cosiddetti "aggregatori di prezzi", specialmente nel settore delle coperture danni.

I siti Internet comparatori di prezzi riducono i costi di ricerca rispetto ai canali caratterizzati da un'attività di tipo consultivo. Gli aggregatori consentono ai consumatori di portare a termine un numero maggiore di transazioni in maniera autonoma e indipendente.

Questa tendenza si manifesta al momento in modo più

[1] *La distribuzione assicurativa in Italia e in Europa. Modelli, evoluzione e prospettive*, London, Europe Economics, 2013, 79 p.

marcato in alcuni mercati europei (britannico e olandese), mentre è meno pronunciata in Francia, Italia e Spagna.

La strategia "multicanale", con la quale una compagnia assicurativa vende un prodotto avvalendosi contemporaneamente di più forme distributive, sta diventando sempre più diffusa. La logica economica di tale fenomeno risiede, da un lato, nel desiderio delle compagnie di limitare il più possibile gli effetti della minore redditività dei canali tradizionali e gli impatti futuri delle modifiche alla normativa di settore e, dall'altro, in una migliore segmentazione del mercato in base alle diverse tipologie di consumatori.

La tendenza alla multicanalità e a un maggiore utilizzo della tecnologia sono fenomeni che si riscontrano da tempo anche in Italia e che incontrano un crescente interesse da parte degli assicurati. Secondo i risultati della più recente indagine sulla Customer Satisfaction realizzata da ANIA e GfK EURISKO nel 2013, la polizza Rc Auto è acquistata telefonicamente o via Internet dal 15% dei consumatori e, prima della sottoscrizione, almeno il 25% chiede preventivi via Internet.

Continua ad aumentare in modo significativo la quota di assicurati che, negli ultimi due anni, hanno chiesto, in prossimità della scadenza del contratto, preventivi a provider diversi dal proprio fornitore di riferimento: l'attivazione esplorativa delle opportunità di offerta ha riguardato il 44% dei clienti (erano il 38% nel 2010; il 33% nel 2007). Circa il 14% utilizza Internet per navigare sui siti delle imprese di assicurazione e la percentuale di clienti che visitano il sito della propria compagnia è passata dal 18% dal 2010 al 29%.

Sotto quest'ultimo aspetto è rilevante considerare anche le recenti novità normative introdotte dal decreto Crescita *bis* (dicembre 2012), che ha esteso a tutti i provider assicurativi l'obbligo di vendere (off line o on line) le polizze Rc Auto

(secondo lo schema di contratto base) e ha imposto l'introduzione, sui siti delle compagnie, di un'area dedicata ai clienti spingendo in questo modo l'offerta in direzione di una maggiore integrazione fra reti agenziali e canali virtuali.

Di fronte a un cambiamento – sia normativo che di mercato – che non accenna a rallentare, l'avvio di un Osservatorio permanente che studi i trend, gli andamenti e le policy del settore finanziario-assicurativo non può che essere accolto favorevolmente da tutti gli operatori del mercato. È un'importante opportunità di approfondimento, discussione e confronto sulle dinamiche di un settore strategico per la valorizzazione di una componente fondamentale della ricchezza del Paese.

Associazione Italiana del Risparmio Gestito - ASSOGESTIONI

Roberta D'Apice

1. Fondi comuni d'investimento alternativi e finanziamento alle imprese: tra vincoli e opportunità

1.1 Il contesto europeo

I mercati europei dei fondi di investimento sono stati dominati fino a oggi dai prodotti che operano nel quadro definito dalla direttiva UCITS e successive modificazioni[1]. La direttiva UCITS contiene disposizioni riguardanti l'autorizzazione, la vigilanza, la politica di investimento e i requisiti di trasparenza degli organismi d'investimento collettivo di tipo aperto, la cui principale attività consiste nell'investire in valori mobiliari, al fine di garantire la disponibilità di un adeguato livello di liquidità per soddisfare le richieste di rimborso degli investitori al dettaglio.

Con la direttiva 2011/61/Ue sui gestori di fondi di investimento alternativi (cosiddetta AIFM) sono state introdotte re-

[1] La direttiva UCITS è stata più volte modificata nel corso degli anni, al fine di adeguarla alla progressiva evoluzione dei mercati finanziari. La prima importante opera di revisione si è avuta nel 2001 con la direttiva 2001/107/Ce (cosiddetta Gestore) e la direttiva 2001/108/Ce (cosiddetta Prodotto). Il 13 luglio 2009 è stata adottata la direttiva 2009/65/Ce (cosiddetta UCITS IV) che, mediante la tecnica della cosiddetta rifusione, ha abrogato la direttiva UCITS 85/611/Cee con effetto dal 1° luglio 2011.

gole uniformi in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei "gestori di fondi di investimento alternativi" (cosiddetti GEFIA) che gestiscono o commercializzano nell'Unione europea fondi d'investimento alternativi (cosiddetti FIA), e cioè OICR diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della direttiva UCITS (*hedge funds*, riservati, fondi chiusi, fondi aperti non armonizzati).

Nonostante l'armonizzazione introdotta dalla direttiva AIFM riguardi esclusivamente i gestori di fondi di investimento alternativi, non spingendosi a livello dei prodotti gestiti (in relazione ai quali permane la piena competenza normativa di ciascuno Stato membro), il legislatore europeo ha avvertito l'esigenza di creare un mercato unico europeo anche per fondi d'investimento alternativi "specializzati". E infatti, il 17 aprile 2013, sono stati pubblicati i regolamenti (Ue) nn. 345 e 346 del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi europei per il venture capital (EUVECA) e sui fondi europei per l'imprenditoria sociale (EUSEF)[2]; a questi, nel giugno 2013, ha fatto seguito la pubblicazione, da parte della Commissione europea, di una proposta di regolamento sui fondi europei di investimento a lungo termine (ELTIF)[3]. Queste iniziative si inquadrano nell'ambito del Piano d'azione della Commissione europea per semplificare l'accesso ai finanziamenti per le

[2] I regolamenti (Ue) nn. 345 e 346 stabiliscono requisiti e condizioni uniformi per i gestori di organismi di investimento collettivo designati "EUVECA" ed "EUSEF", consentendo loro la possibilità di fruire, a seguito di apposita registrazione presso lo Stato membro "home", del passaporto comunitario e della denominazione EUVECA ed EUSEF laddove rispettino determinate condizioni.

[3] La proposta di regolamento sugli ELTIF stabilisce norme uniformi in materia di rilascio dell'autorizzazione, di politiche di investimento e di condizioni di esercizio per i fondi di investimento alternativi (FIA) commercializzati nell'Unione europea come fondi di investimento europei a lungo termine.

piccole e medie imprese nonché nel Libro verde intitolato *Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, il cui obiettivo è quello di promuovere l'offerta di finanziamenti a lungo termine alle imprese, nonché di creare canali alternativi a quello bancario, per canalizzare risorse verso gli investimenti a lungo termine. In questo contesto, mentre i fondi EUVECA e i fondi EUSEF sono volti a favorire la crescita di una nicchia molto specifica dell'economia europea – cioè le *start-up* finanziate dal *venture capital* e le imprese specializzate nel sociale – la creazione dei fondi ELTIF segue un approccio più ampio, in quanto finalizzati a fornire finanziamenti a imprese di varia natura (diverse da quelle finanziarie)[4].

Al fine di assicurare che i fondi EUVECA, EUSEF ed ELTIF contribuiscano alle iniziative alle quali sono destinate, il legislatore europeo individua le attività in cui tali fondi devono investire e le condizioni cui ne è subordinata l'ammissibilità[5]. In tale contesto assume sicuramente carattere di novità il riconoscimento, per tali tipologie di fondi, della possibilità di erogare direttamente prestiti alle imprese cosiddetti ammissibili, seguendo un approccio già sperimentato in altri ordinamenti evoluti come, ad esempio, gli Stati Uniti.

Per apprezzare appieno l'apertura del legislatore europeo

---

[4] L'impresa d'investimento ammissibile non deve comunque essere quotata, deve essere stabilita nell'Ue e avere l'obiettivo di finanziare progetti infrastrutturali, società o immobili, navi e aeri.

[5] Così, ad esempio, la proposta di regolamento sugli ELTIF prevede che detti fondi devono investire prevalentemente (almeno il 70% del patrimonio) in attività a lungo termine illiquide (infrastrutture, immobili, navi, ecc.), mentre l'investimento residuale può avere a oggetto attività liquide elencate all'art. 50 (1) della direttiva UCITS. Tuttavia, l'ELTIF non effettua vendite allo scoperto di attività, non assume esposizioni verso prodotti di base, non conclude accordi di concessione o assunzione di titoli in prestito, non realizza operazioni di vendita con patto di riacquisto né utilizza strumenti finanziari derivati se non per fini di copertura di rischi.

occorre considerare che i fondi ELTIF, a differenza dei fondi EUVECA ed EUSEF[6], possono essere commercializzati anche nei confronti di investitori al dettaglio.

L'apertura degli ELTIF alla commercializzazione nei confronti di investitori retail ha tuttavia richiesto la previsione di talune tutele da parte del legislatore comunitario. E così, ad esempio, mentre i fondi EUVECA ed EUSEF possono essere gestiti e commercializzati dai cosiddetti GEFIA sotto-soglia[7], per i gestori dei fondi ELTIF è necessaria l'autorizzazione "piena" ai sensi della direttiva AIFM.

Sul fronte poi della disciplina degli investimenti, diversamente dalla disciplina dei fondi EUVECA ed EUSEF, la proposta di regolamento sugli ELTIF stabilisce un divieto assoluto alle operazioni in conflitto d'interessi e, più precisamente, all'investimento in "attività ammissibili", come definite dall'art. 9 della proposta di regolamento, nelle quali il gestore ha o assume un interesse diretto o indiretto secondo modalità diverse dalla detenzione di azioni o quote dell'ELTIF che gestisce.

Specifiche regole di trasparenza e di commercializzazione sono inoltre dettate per l'offerta di ELTIF nei confronti degli

---

[6] I fondi EUVECA ed EUSEF possono essere commercializzati esclusivamente presso investitori che sono considerati (a) investitori professionali o che chiedono di essere trattati come investitori professionali ai sensi della direttiva MIFID 2004/39/Ue; (b) oppure presso altri investitori che: (i) si impegnino a investire almeno 100.00 euro e (ii) dichiarino di essere consapevoli dei rischi connessi all'investimento previsto.

[7] Si tratta dei gestori di FIA che hanno portafogli di ammontare inferiori ai 100 mln di euro (500 mln per i fondi che non fanno ricorso alla leva e le cui quote non sono rimborsabili prima di 5 anni dalla loro sottoscrizione). I cosiddetti GEFIA sotto-soglia sono esclusi dall'ambito di applicazione della direttiva AIFMD e non possono conseguentemente beneficiare del passaporto europeo. I regolamenti (Ue) nn. 345 e 346 consentono invece ai gestori EUVECA ed EUSEF di beneficiare del passaporto europeo, ove rispettino i requisiti ivi indicati.

investitori al dettaglio. E così, mentre, da un lato, si richiede la pubblicazione di un documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, dall'altro si riconosce all'investitore retail la possibilità, nel corso del periodo di sottoscrizione e almeno due settimane dopo la sottoscrizione di azioni o quote dell'ELTIF, di revocare la predetta sottoscrizione e ottenere il rimborso del denaro senza incorrere in penalità: si tratta, in sostanza, di un diritto di ripensamento che prescinde dalla circostanza che la sottoscrizione delle azioni o quote dell'ELTIF avvenga fuori sede o a distanza.

Ma l'elemento più controverso della proposta della Commissione sugli ELTIF è sicuramente il divieto per l'investitore di richiedere il rimborso delle quote o azioni detenute prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF: agli investitori sarebbe riconosciuta esclusivamente la possibilità di vendere le proprie quote o azioni sul mercato regolamentato secondario, oppure di trasferirle a terzi. Sia la proposta del Parlamento europeo che quella del Consiglio europeo (attualmente in via di definizione)[8] sono volte a rendere più flessibile la previsione della Commissione, contemplando la possibilità per l'investitore di anticipare il rimborso delle quote o azioni a una data anteriore alla fine del ciclo di vita dell'ELTIF, seppur nel rispetto di condizioni più o meno stringenti[9].

---

[8] Si fa riferimento alle proposte del Parlamento e del Consiglio entrambe del 20 marzo 2014.

[9] Così, ad esempio, mentre nella proposta del Parlamento il rimborso può essere realizzato solo se l'ELTIF è a metà della sua durata e per un massimo del 20% dell'ammontare complessivo del fondo, per il Consiglio il rimborso può essere effettuato purché tutte le seguenti condizioni siano soddisfatte: (a) il tempo trascorso dall'autorizzazione dell'ELTIF superi i 2/3 della vita del fondo; (b) il rimborso venga realizzato una volta l'anno; (c) una notifica sia inviata al gestore nei sei mesi precedenti; (d) il valore totale delle richieste di rimborso ricevute non superi il massimo del 10% del capitale dell'ELTIF per anno. In caso di superamento del limite, le richieste devono essere soddisfatte pro-rata.

1.2 Il contesto nazionale

Le recenti misure adottate dal Governo per la crescita e lo sviluppo del Paese contengono un pacchetto di disposizioni volte a rafforzare le forme di finanziamento alternative al credito bancario per le piccole e le medie imprese.

Tra le misure più significative rientrano: da un lato, quelle contenute nel decreto Sviluppo[10] e nel decreto Sviluppo *bis*[11], volte a rimuovere alcuni disincentivi civilistici e fiscali all'emissione di obbligazioni e cambiali finanziarie da parte di imprese non quotate; dall'altro, le misure introdotte dal decreto Destinazione Italia[12], che consentono, tra l'altro, la cartolarizzazione dei cosiddetti minibond, favorendone l'acquisto da parte di investitori istituzionali come imprese di assicurazione e fondi pensione, anche con la garanzia del Fondo centrale per le PMI.

Le misure individuate dal Governo non consentono, tuttavia, a un organismo di investimento collettivo del risparmio di erogare direttamente prestiti alle imprese, secondo il modello che si sta delineando a livello europeo. Nel nostro Paese i fondi comuni d'investimento possono finanziare l'impresa solo attraverso l'acquisto o la sottoscrizione di minibond. In tal caso, ove si tratti di fondi aperti non armonizzati l'investimento in strumenti finanziari non quotati deve essere contenuto entro il limite del 10% delle attività. Per poter superare tale limite il fondo comune d'investimento deve necessariamente essere costituito in forma chiusa e, per poter beneficia-

[10] Decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134.

[11] Decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221.

[12] Decreto legge 23 dicembre 2013 n. 145, convertito con modificazioni, dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9.

re delle agevolazioni fiscali introdotte dal decreto Destinazione Italia, deve essere riservato a investitori professionali.

Il recepimento della direttiva AIFM, attraverso la definizione dei fondi d'investimento alternativi italiani potrebbe costituire l'occasione per modificare il quadro regolamentare esistente, consentendo ai FIA italiani al dettaglio modalità di investimento e operative ulteriori e più ampie rispetto a quelle riconosciute agli UCITS. Questo approccio risulterebbe, per un verso, coerente con la natura "alternativa" di tali OICR e, per altro verso, creerebbe le premesse per la individuazione di un apposito mercato agli stessi destinato. In questa prospettiva, i FIA italiani al dettaglio consentirebbero non solo di soddisfare una domanda del mercato interno costituito prevalentemente da investitori retail, ma anche e soprattutto di canalizzare una quantità ingente di risorse verso l'economia reale.

Ove si condividesse l'impostazione appena delineata, risulterebbe allora necessario almeno:

- riconoscere la possibilità al FIA di erogare prestiti alle imprese (come previsto, del resto, a livello europeo);
- innalzare il limite del 10% per l'investimento del patrimonio di un FIA aperto in strumenti finanziari non quotati;
- consentire, in generale, l'investimento del patrimonio di un FIA aperto in quote o azioni di altri FIA fino al 100% delle attività del fondo;
- ampliare l'oggetto di investimento del patrimonio di un FIA aperto includendovi almeno i cosiddetti *bank loans* e, più in generale, i crediti e i titoli rappresentativi di crediti.

Nel medesimo ordine di idee sembra collocarsi, accogliendo le istanze dell'ASSOGESTIONI, anche il Ministero dell'Economia e delle Finanze là dove, nel documento di consultazione 5/2014 recante lo schema di "Regolamento attuativo dell'articolo 39 del TUF" propone:

– il riconoscimento della possibilità di utilizzare il patrimonio di un FIA italiano chiuso anche retail per concedere finanziamenti;
– l'innalzamento dal 10% al 20% del limite per l'investimento del patrimonio di un FIA italiano aperto retail in strumenti finanziari non quotati;
– l'apertura al riconoscimento della possibilità di istituire FIA italiani aperti che investano fino al 100% del patrimonio in OICR aperti non quotati.

1.3 I profili inerenti alla distribuzione dei FIA

Si deve, infine, rilevare come la proposta sopra tratteggiata in ordine all'esigenza di rimuovere alcuni dei vincoli che la disciplina domestica pone all'utilizzo dei fondi comuni d'investimento, segnatamente per ciò che attiene alla possibilità di concedere finanziamenti e prestiti diretti alle piccole e medie imprese, non comporterebbe un affievolimento della tutela riservata al sottoscrittore, anche se retail. Vi è infatti da considerare che, in esito al recepimento della cosiddetta MIFID II, di prossima emanazione, il momento della distribuzione dei fondi d'investimento alternativi sarà caratterizzato sul piano disciplinare da un deciso rafforzamento dei presidi dettati a protezione degli investitori.

La "nuova" MIFID prevede, infatti, espressamente l'obbligo per le imprese di investimento di adottare e monitorare uno specifico "processo di approvazione del prodotto" che, per un verso, precisi il target di clientela finale alla quale il prodotto è tipicamente destinato e, per altro verso, garantisca una puntuale analisi di tutti i rischi specificamente attinenti a tale target e la coerenza della strategia distributiva con le caratteristiche della clientela finale. A loro volta, le imprese di

investimento che offrono o raccomandano prodotti di terzi saranno obbligate ad adottare opportune disposizioni per ottenere e comprendere le informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto oggetto di raccomandazione o offerta da parte loro. Tale obbligo deve applicarsi senza arrecare pregiudizio alla valutazione dell'adeguatezza o idoneità che i distributori dovranno successivamente effettuare nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente, sulla base delle sue esigenze, caratteristiche e obiettivi personali.

Nella medesima direzione si è indirizzata di recente anche l'ESMA, la quale, nell'individuare alcuni esempi di buone pratiche che gli intermediari dovrebbero adottare in sede di realizzazione e distribuzione di prodotti strutturati retail (*Structured Retail Product - Good practices for product governance arrangement*, ESMA/2014/332), ha sottolineato in particolare l'importanza dei seguenti aspetti: meccanismi di governance del prodotto; progettazione del prodotto; test di prodotto; mercato di riferimento; strategia di distribuzione; valore del prodotto alla data di emissione e trasparenza dei costi; mercato secondario e rimborso; processo di revisione dei prodotti[13].

---

[13] Il Parere dell'ESMA tiene conto di importati contributi sul tema offerti a livello europeo e internazionale, come ad esempio: la *Joint Position of the European Supervisory Authorities on 'Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes* (Ref: Jc-2013-77), pubblicata da EBA, ESMA ed EIOPA il 28 novembre 2013; i *IOSCO Principles on Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products* (IOSCO Fr01/13, 21 gennaio 2013); lo *IOSCO's Consultation Report the Regulation of Retail Structured Products* (IOSCO Cr 05/13, 18 aprile 2013). A tal riguardo giova peraltro sottolineare che la CONSOB ha anticipato, nell'ambito dell'incontro annuale con il mercato finanziario, l'intenzione di dare piena attuazione al citato parere dell'ESMA (cfr. CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 5 maggio 2014, p. 6).

In sostanza, la disciplina sinteticamente esposta finirà con il realizzare una vera e propria *governance* del processo di costruzione del prodotto il cui fulcro concettuale e operativo sarà costituito dalla "estensione" della valutazione di adeguatezza dalla fase "finale" del processo distributivo (quella in cui l'intermediario consiglia o colloca il prodotto al cliente) alla fase di suo "concepimento" (cosiddetto *design*). Naturalmente la verifica di adeguatezza si atteggia diversamente a seconda che si consideri la società prodotto o l'intermediario distributore e cioè, mentre le imprese di investimento che realizzano prodotti devono valutare le necessità e le caratteristiche dei clienti per i quali il prodotto è compatibile "su base teorica", non avendo queste una relazione diretta con il cliente, i distributori, sulla base delle informazioni raccolte presso la propria clientela e sulla base delle informazioni ottenute dalle società prodotto, sono tenuti a identificare le necessità e le caratteristiche del gruppo di clienti nei confronti dei quali il prodotto è offerto (cfr. *Consultation Paper MiFID II/MiFIR*, ESMA 2014/549).

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital - AIFI

Anna Gervasoni

Il tessuto imprenditoriale italiano si caratterizza, attualmente, sia per un'elevata esposizione nei confronti del sistema bancario, con un grado di indebitamento elevato per le piccole e medie imprese, sia per un livello di capitalizzazione e patrimonializzazione generalmente basso. In questo contesto, la crisi finanziaria e la conseguente chiusura del mercato interbancario, da un lato, e l'innalzamento dei requisiti di patrimonializzazione degli istituti bancari dovuto all'attuazione dell'Accordo di Basilea 3, dall'altro, hanno portato a un inasprimento della politica creditizia e a una crisi di liquidità, ponendo a rischio interi comparti produttivi.

L'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, propria del settore del private equity, rappresenta un motore di sviluppo sia quando è rivolta nei confronti di aziende in fase di avvio, sia se riferita a situazioni tanto di crescita quanto di riorganizzazione delle stesse. Numerosi studi dimostrano che le imprese partecipate dagli operatori crescono in termini di numero di dipendenti e fatturato a tassi superiori rispetto sia all'economia italiana, sia a un campione di imprese comparabili.

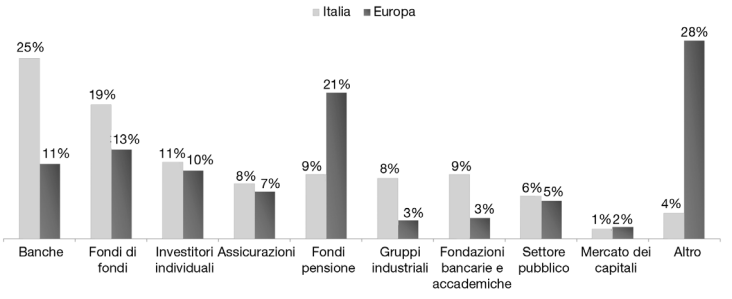
L'agevolazione verso l'accesso al capitale di rischio, intesa anche come spinta per migliorare l'efficienza dei mercati finanziari è, altresì, un punto cardine dei diversi programmi

pubblicati nel corso degli ultimi anni dalla Commissione europea (tra cui anche la Comunicazione "Europa 2020").

Sta, inoltre, assumendo sempre più rilievo, sia a livello comunitario sia internazionale, il dibattito finalizzato a progettare quadri normativi sempre più incoraggianti per gli investitori istituzionali, quali fondi pensione e compagnie di assicurazione, che mirino all'assunzione di scelte di investimento in linea con il loro naturale orizzonte di investimento. Si ricordano, in tal senso, la recente proposta di regolamento della Commissione europea sugli investimenti di lungo termine e le Linee guida OCSE dell'investimento istituzionale in investimenti di lungo periodo.

Le statistiche europee mostrano chiaramente come le categorie dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione si attestino tra le principali fonti di raccolta per i fondi di private equity, con una media del 28% sul totale raccolto, nel periodo 2007-I semestre 2013, ripartito rispettivamente come segue: 7% dalle compagnie di assicurazione e 21% dai fondi

Figura 1 – Distribuzione % delle fonti della raccolta nel periodo 2007-I semestre 2013



Fonte: AIFI-PWC, EVCA

pensione. Le statistiche italiane sulla raccolta del settore evidenziano, al contrario, come i fondi pensione si collochino al quarto posto per ammontare investito, seguiti dalle compagnie di assicurazione.

Alla luce di ciò, è quanto mai ora opportuno riavvicinarsi a investitori in capitale di lungo periodo che, per ciclo di investimento, risultano più adatti al *fundraising* dei fondi di private equity. Lasciando, al contempo, a questi ultimi il ruolo di tramite nell'apporto di capitale di rischio verso le imprese italiane.

La partnership tra il settore e le imprese trova allineamento anche nel comune interesse di una visione d'investimento di medio-lungo periodo. Infatti, come emerge dalle ultime indagini statistiche, i fondi di private equity tendono al disinvestimento nell'arco di 4-6 anni, realizzando, al contempo, tassi di crescita dei ricavi delle imprese partecipate superiori rispetto a quelli del campione di imprese comparabili non affiancate da un investitore istituzionale. Il loro ruolo si contrappone, dunque, a quello speculativo tipico degli *hedge funds,* orientati a una logica di ottimizzazione dei rendimenti di breve periodo.

È necessario, poi, supportare il fabbisogno finanziario delle imprese con strumenti alternativi, capitali pazienti che, solo se articolati e modulati nelle diverse forme tecniche, possono fornire un'offerta concreta e realmente complementare a quella creditizia. Ciò quantomeno per "liberare" le banche dalla necessità di fungere da perno di finanziamento per il medio termine.

Sotto quest'ultimo profilo, si ritiene che gli operatori di private equity e di venture capital possano essere validi alleati, potendo fornire, oltre a capitale di rischio, anche "debito privato".

Assoservizi Fiduciari - ASSOFIDUCIARIA

Lucia Frascarelli

Il mio intervento è stato stimolato sia dall'interesse per la ricerca ma anche per gli interventi che si sono susseguiti. Rappresento il settore delle società fiduciarie, che sono amministratori di patrimoni. Noi abbiamo in Italia una specificità: il settore è regolato, come noto, dalla legge 23 novembre 1939, n. 1966, dal regio decreto di attuazione 22 aprile 1940, n. 531 e dal più recente decreto dell'allora Ministero dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato del 16 gennaio 1995. Di fatto la legge ha quasi ottant'anni e il provvedimento regolamentare più recente ne ha quasi venti.

Si tratta di provvedimenti troppo vecchi per pretendere che siano ancora compatibili con le mutate condizioni economiche e sociali e per pretendere che essi possano trovare un'allocazione che rispetti l'effettività del mercato. Credo, tuttavia, che l'istituto nelle sue linee fondamentali sia un esempio da esportare in Europa. Spero che la FeBAF voglia cogliere la proposta di una ricerca in Europa dell'equivalente delle società fiduciarie. L'Italia, in realtà, è l'unico paese ad avere un'istituzione *ad hoc* per lo svolgimento dell'attività fiduciaria, regolata da una norma che consente di amministrare beni per conto di terzi sotto forma di impresa.

Credo che questa sia un'occasione da cogliere e da esportare e sono dell'idea che abbia ragione il dott. Baldinelli nel

dire che il nostro futuro non è nelle bolle burocratiche ma nell'autoregolamentazione di settore, perché non basta una norma che regoli l'antiriciclaggio o altri settori operativi per capire fino a che punto un soggetto economico che opera nel nostro Paese può permeare.

Ritengo invece che le regole debbano e possano venire dall'interno e penso che quest'occasione possa essere la testimonianza di un settore economico che, nelle sue sfaccettature, è pronto a far la propria parte in termini di autoregolamentazione ma anche di capacità propositiva in Italia e in Europa.

Associazione dell'Industria Immobiliare Italiana - ASSOIMMOBILIARE

Paolo Crisafi

Diverse fonti sembrano indicare il 2014 come l'anno in cui l'Immobiliare si avvierà verso la ripresa, lasciandosi alle spalle gli anni di crisi globale che tanto hanno vessato il Settore e l'economia nazionale.

Affinché, tuttavia, la ripresa nel Real Estate – che al suo interno ricomprende l'immobiliare e i suoi strumenti di finanza – si prospetti come un percorso solido e duraturo, occorrono alcuni perfezionamenti normativi che consentano al Settore di liberare tutte le potenzialità in esso contenute, con strumenti e un sistema finanziario moderni e in linea con le migliori prassi internazionali.

In particolare, sarebbero numerose le opportunità di sviluppo e crescita che si prospetterebbero da un processo di riqualificazione del patrimonio immobiliare sia pubblico sia privato, prospettiva che rappresenterebbe a un tempo un'occasione di rilancio dell'attività immobiliare, con effetti positivi sull'intera economia, e di ammodernamento delle infrastrutture del Paese con una forte funzione sociale: è, infatti, ormai patrimonio comune che non esista una politica di governo del territorio svincolata da quella economica e sociale.

Intervenire sull'Infrastruttura Immobiliare significa alimentare in modo diffuso e capillare la piccola e media impresa dell'indotto edilizio, non già per realizzare un prodotto

nuovo, forse inutile alla luce dell'evoluzione demografica e della saturazione del territorio, bensì per rendere più efficiente l'infrastruttura fisica all'interno della quale la popolazione vive, lavora, consuma e trascorre il tempo libero.

Gli investimenti pubblici e privati sul patrimonio immobiliare, rispetto anche ai pur indispensabili investimenti sulle grandi infrastrutture, presentano indubbi vantaggi macroeconomici sia in termini di diffusione nel tessuto economico su tutto il territorio, sia in termini di ritorni di efficienza complessiva della Nazione.

Affinché tale processo di valorizzazione sia effettivamente realizzabile occorrono due premesse fondamentali: da un lato è necessario favorire una massiccia e strutturale analisi e riorganizzazione dei patrimoni, attraverso precisi processi di segmentazione degli attivi completati da chiare azioni di valorizzazione che diano una indicazione di quale sia il patrimonio immobiliare su cui intervenire e con quale finalità e, dall'altro, occorre incentivare la finanziarizzazione dei patrimoni, attraverso il ricorso agli strumenti di finanza immobiliare, i Fondi immobiliari[1] e le Società di investimento immobiliare quotate (SIIQ)[2], i quali, tuttavia, andrebbero perfezionati per incrementarne l'attrattività nei confronti degli investitori.

Per quanto riguarda le SIIQ, da una loro maggiore diffusione, come attesta il caso francese, scaturirebbe una più penetrante profondità di mercato soprattutto se tale diffusione fosse promossa nei confronti dei grandi soggetti istituzionali

---

[1] Art. 32 del d.l. n. 78/2010, e successive modifiche e integrazioni; circolare Agenzia Entrate n. 2/E/2012.

[2] Art.1, commi 141-141-*bis*, l. n. 296/2006; d.m. n. 174/2007; circolare Agenzia Entrate n. 8/E/2008; art. 33-*bis*, d.l. n. 98/2011; risoluzione Agenzia Entrate n. 54/E/2013).

che possiedono grandi portafogli immobiliari (banche, assicurazioni e fondi pensione).

Dalle costanti interlocuzioni con le competenti istituzioni governative è emersa, infatti, una condivisione circa l'importanza che riveste il corretto funzionamento dei preposti strumenti per la finanziarizzazione di progetti a lungo termine inevitabili per l'ammodernamento del Paese.

Per quanto concerne i Fondi Immobiliari, si ritiene fondamentale un intervento da parte dei soggetti preposti per individuare soluzioni che consentano il differimento generalizzato delle scadenze dei fondi e la messa in liquidazione in via eccezionale degli stessi e ciò a tutela dei risparmiatori prima ancora che dell'industria immobiliare.

A tal proposito, si guarda con favore al provvedimento che sarà varato a breve dal MEF – dopo aver ottenuto il via libera di CONSOB e Banca d'Italia – volto a dare risposte nell'immediato al problema, con possibilità di eventuali futuri perfezionamenti.

Appare, inoltre, fondamentale che si realizzi in tutti i Paesi membri il corretto recepimento della direttiva 2011/61/Ue (AIFM)[3], con la quale è stata introdotta una serie di misure volte a creare un mercato interno europeo dei Gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), mediante la definizione di un quadro di riferimento armonizzato per la regola-

[3] Direttiva 2011/61/Ue; regolamento delegato (Ue) n. 231/2013 della Commissione europea del 19 dicembre 2012; per quanto riguarda le misure di terzo livello, l'ESMA ha pubblicato le Linee Guida sulle politiche di remunerazione nonché un documento di consultazione avente a oggetto Linee Guida su alcuni concetti chiave della direttiva AIFM; Comunicazione congiunta Banca d'Italia e Consob del 26 luglio 2013 sulla disciplina applicabile ai gestori di fondi alternativi in attesa del prossimo recepimento della direttiva anche alla luce delle osservazioni al documento di consultazione pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

mentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza di tutti i GEFIA che gestiscono o commercializzano Fondi di investimento alternativi (FIA).

Ciò posto, emerge chiaramente come qualsiasi finanziarizzazione o dismissione sarà impossibile o inefficace se non accompagnata anche da una chiara volontà di ammodernare, da un punto di vista energetico e funzionale, gli stock immobiliari esistenti e da un mutamento di approccio complessivo del sistema bancario nei confronti dei progetti di recupero degli edifici, ma non solo.

Per attrarre capitali nel nostro Paese è infatti oramai improcrastinabile una radicale semplificazione e una ragionevole omogeneizzazione della normativa del settore al fine anche di rendere chiari e certi i tempi.

A tal riguardo, Assoimmobiliare ha lavorato a un documento di approfondimento per una nuova Legge urbanistica nazionale, a disposizione delle Istituzioni competenti al fine di contribuire alla realizzazione di questo ambizioso obiettivo. Infatti, dai confronti con gli operatori e i soggetti pubblici, è emersa con chiarezza una convergenza su alcuni elementi imprescindibili per il corretto funzionamento della materia urbanistica: il bisogno di tempi certi e di semplificazione di quel complesso di norme che si sono stratificate nel tempo in modo disomogeneo e contraddittorio, la sussidiarietà tra pubblico e privato, l'esigenza di tutelare e risparmiare, laddove possibile, il territorio.

Infatti, forte del ruolo chiave giocato dall'Industria Immobiliare in tale contesto, e nella consapevolezza che per operare interventi strutturali sulle città e sul loro stock immobiliare sono necessari ingenti capitali, l'Associazione porta avanti un'azione costante per creare un dibattito politico e sociale sul territorio e sulle sue regole di governo, che devono essere

riprogettate per una più aderente rispondenza alle esigenze della società odierna.

Le città italiane, che si sono sviluppate nella maggior parte dei casi su insediamenti di inestimabile valore storico-architettonico, si sono trasformate, oggi, in realtà incompiute, onerose sotto il profilo energetico, difficili nell'ambito della mobilità e costose sia in termini di manutenzione cittadina sia di costi per l'accesso all'abitazione; da tale premessa si evince che la sfida futura per l'Immobiliare, e per la società nel suo complesso, sarà la trasformazione delle città in luoghi belli, moderni, salubri ed efficienti.

Per comprendere fino in fondo le potenzialità che una intelligente pratica di *renovatio urbis* offre al Paese e alla sua economia, si può rapidamente prendere ad esempio il settore sportivo e le sue infrastrutture. Da questo punto di vista è all'attenzione il documento programmatico del Governo *Destinazione Sport* che testimonia la volontà di individuare, nell'attività sportiva e nella relativa dimensione impiantistica, una risorsa e un investimento per il Paese. *Destinazione Sport* appare, poi, interessante anche alla luce della candidatura italiana a ospitare i Giochi Olimpici del 2024, oltre a quanto attinente in relazione al prossimo Expo 2015, di cui sarà particolarmente interessante il processo post evento di riqualificazione urbana che ridisegnerà il futuro dell'area e che richiede assolutamente delle fasi di start-up con una regia pubblica, per aumentare la platea degli operatori privati interessati a continuare a sostenere il progetto. In particolare, un *beauty contest* potrebbe rivelarsi uno strumento efficace per attrarre offerte, assieme alla garanzia di una redditività minima, sempre con lo sguardo proteso a creare un sistema territoriale competitivo.

Al contempo, lo sport, e il sistema che ruota intorno a es-

so, sono all'attenzione dell'Industria Immobiliare, nell'ambito dei possibili interventi di riqualificazione necessari ad ammodernare l'infrastruttura immobiliare nazionale, con un interesse significativo rivolto, in particolare, agli stadi, agli ippodromi, ormai quasi tutti dismessi, e più in generale agli impianti sportivi.

Gran parte degli impianti italiani, infatti, non sono adeguati alle manifestazioni che ospitano e spesso rispondono a concezioni oramai superate o versano in stati manutentivi precari: ciò rappresenta sicuramente un problema se si considera, tra l'altro, che la proprietà di tali strutture è, nella quasi totalità dei casi, di soggetti pubblici che attualmente incontrano notevoli difficoltà finanziarie, oltre a rivelarsi in contraddizione con le attuali politiche di *spending review*.

È necessario che si arrivi, quindi, come già verificatosi in altri paesi, all'ingresso nel settore di qualificati operatori privati che possano assicurare la redditività di ogni iniziativa. Pertanto, ben vengano proposte di legge aventi lo scopo di incentivare la realizzazione di nuovi impianti nonché la ristrutturazione di quelli già esistenti secondo criteri di sicurezza, fruibilità e redditività della gestione attraverso la semplificazione e l'accelerazione delle procedure amministrative e la previsione di tempi certi per la realizzazione delle opere e dei meccanismi semplificati di individuazione del soggetto a cui affidarne la realizzazione[4].

Per quanto poi concerne la tassazione immobiliare, si ricorda che è stato convertito nella legge 28 ottobre 2013, n. 124, il d.l. n. 102/2013, recante "Disposizioni urgenti in materia di IMU, di altra fiscalità immobiliare, di sostegno alle poli-

[4] Si segnala, ad esempio, il disegno di legge contenente "Disposizioni per favorire la costruzione e la ristrutturazione di impianti e di complessi sportivi multifunzionali".

tiche abitative e di finanza locale, nonché di cassa integrazione guadagni e di trattamenti pensionistici" (decreto IMU)[5].

Si segnala, inoltre, che recentemente è stato convertito nella legge 29 gennaio 2014, n. 5 il decreto legge 30 novembre 2013, n. 133, recante "Disposizioni urgenti concernenti l'IMU, l'alienazione di immobili pubblici e la Banca d'Italia"[6].

In tale contesto si inserisce l'istituzione dell'Imposta unica comunale (IUC) a norma dell'articolo 1, commi 639 e seguenti, della legge di Stabilità 2014 che si basa su due presupposti impositivi, uno costituito dal possesso di immobili e collegato alla loro natura e valore e l'altro collegato all'erogazione e alla fruizione di servizi comunali. La IUC si compone dell'Imposta municipale propria (IMU), di natura patrimoniale, dovuta dal possessore di immobili, escluse le abitazioni principali, e di una componente riferita ai servizi, che si articola nel tributo

---

[5] Per effetto dell'articolo 1 del citato d.l. n. 102/2013 per l'anno 2013 non è dovuta la prima rata dell'IMU relativa agli immobili oggetto di sospensione in ragione dell'articolo 1, comma 1, del d.l. n. 54/2013. Nel contempo il decreto legge stabilisce che per l'anno 2013 non è dovuta la seconda rata dell'IMU relativa ai fabbricati costruiti e destinati dall'impresa costruttrice alla vendita, fintanto che permanga tale destinazione e non siano in ogni caso locati rimanendo dovuta fino al 30 giugno 2013. Ai sensi del successivo articolo 2 del citato d.l. n. 102/2013 a decorrere dal 1° gennaio 2014 sono esenti dall'IMU i fabbricati costruiti e destinati dall'impresa costruttrice alla vendita, fintanto che permanga tale destinazione e non siano in ogni caso locati. L'articolo 2 equipara, a decorrere dal 1° luglio 2013, ai fini IMU, le unità immobiliari appartenenti alle cooperative edilizie a proprietà indivisa, adibite ad abitazione principale e relative pertinenze dei soci assegnatari, all'abitazione principale, mentre a decorrere dal 1° gennaio 2014 sono equiparati all'abitazione principale i fabbricati di civile abitazione destinati ad alloggi sociali come definiti dal d.m. 22 aprile 2008.

[6] In particolare, per quanto attiene alla seconda rata IMU 2013, l'articolo 1 del citato d.l. n. 133/2013 abolisce la stessa sull'abitazione principale a eccezione degli immobili classificati nelle categorie A/1, A/8, A/9. Per quanto riguarda l'IMU agricola per i fabbricati rurali e per gli imprenditori agricoli professionali relativamente ai terreni è prevista l'esenzione totale dal pagamento della seconda rata. Lo Stato rinuncia così a un gettito previsto di circa 2.150 mln.

per i servizi indivisibili (TASI), a carico sia del possessore che dell'utilizzatore dell'immobile, e nella tassa sui rifiuti (TARI), destinata a finanziare i costi del servizio di raccolta e smaltimento dei rifiuti, a carico dell'utilizzatore. L'aliquota massima complessiva dell'IMU e della TASI non può superare il limite prefissato per la sola IMU e che è pari al 10,6 per mille.

Anche sul piano delle locazioni passive della PA ci si muove in un quadro normativo lacunoso e di difficile interpretazione; di qui sorge la necessità di intervenire mediante modifiche e integrazioni anche al fine di ridurre, per quanto possibile, pregiudizi a carico dei privati, violazioni di principi di legge e rischi di incostituzionalità.

Questo perché le misure varate in questi anni[7] non incidono positivamente al fine del perseguimento del contenimento dei costi, potendo lo stesso essere raggiunto anche attraverso una gestione dinamica dei patrimoni immobiliari, l'ottimizzazione degli spazi e il risparmio energetico.

L'auspicio e gli sforzi associativi sono quindi tutti volti a rendere attraente il mercato interno perfezionando gli aspetti di carattere normativo e fiscale che attualmente lo pregiudicano rappresentando delle barriere per gli investitori nazionali e, soprattutto, internazionali.

[7] Art. 3 del d.l. n. 95/2012, convertito, con modificazioni, dalla l. n. 135/2012; art. 2-*bis* del d.l. n. 120/2013, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 137/2013; art. 1, commi 388 e 389, della legge n. 147/2013 (legge di Stabilità 2014).

Associazione Italiana per la Previdenza Complementare - ASSOPREVIDENZA

Sergio Corbello

1. La previdenza complementare in Italia

La circostanza che il mio contributo segua quello, sistematico, di Raffaele Capuano, Direttore Generale della COVIP, allevia grandemente il mio compito. Posso infatti limitarmi a esprimere talune stilizzate considerazioni, di carattere quasi telegrafico.

In primo luogo è doveroso sottolineare come gli strumenti di previdenza complementare, di per sé, non siano – o non debbano/dovrebbero essere considerati – un prodotto finanziario, bensì delle entità giuridiche, variamente strutturate e, bisogna riconoscere, di non semplice qualificazione, con finalità esclusivamente pensionistica, volte a erogare trattamenti da connettersi inscindibilmente all'assegno di base, così da assicurare agli aderenti/titolari un trattamento pensionistico complessivo "adeguato", in estrinsecazione del principi sanciti dall'art. 38, comma 2, della Carta costituzionale. I fondi pensione veri e propri, in particolare, anche nella fase di accumulo delle risorse economiche, per definizione sono soggetti che richiedono servizi di carattere finanziario, di varia tipologia e sofisticatezza.

Se quanto detto è vero, il sistema italiano della previdenza di secondo pilastro beneficia, tuttavia, come sottolineato da

Capuano, di un'articolazione di strumenti e di operatori, la quale, se determina una sana e apprezzabile concorrenza tra forme eterogenee, in parte contraddice la mia precedente asserzione. Non si può, infatti, disattendere il fatto che, pur nella totale omogeneità delle regole, civilistiche e fiscali, sussiste una notevole differenza tra strumenti ad adesione collettiva e strumenti ad adesione individuale.

Richiamo brevemente la situazione, regolata sistematicamente dal d. lgs. n. 124/1993 e sostanzialmente confermata dal d.lgs. n. 252/2005. Nel nostro Paese, un piano previdenziale complementare si realizza attraverso:

a. un fondo pensione di origine collettiva, costituito anteriormente o posteriormente alla richiamata normativa del 1993, munito di autonomia soggettiva, senza o con personalità giuridica, sia essa associativa o fondazionale, dedicato a un determinato e preordinato bacino di utenti potenziali – dagli appartenenti a una categoria ai dipendenti di un'azienda, senza disattendere possibili articolazioni territoriali – secondo le libere determinazioni delle fonti istitutive;

b. un fondo aperto, istituito da un operatore del mercato finanziario o assicurativo, nell'ambito del proprio bilancio, con piena segregazione, rivolto *in incertam personam* e con due possibilità di utilizzo:
   b1. tramite adesione individuale;
   b2. tramite adesione collettiva;

c. un piano pensionistico assicurativo (PIP), a sottoscrizione esclusivamente individuale.

Per tutte le tipologie in precedenza richiamate l'adesione del singolo è sempre e comunque volontaria e deve essere preceduta dalla realizzazione di eguali modalità informative, piuttosto articolate, nei riguardi del potenziale aderente.

Ciò posto, dal punto di vista della "distribuzione", termine da assumere convenzionalmente quale "modalità di avvio del rapporto previdenziale complementare", non può non rilevarsi la fondamentale differenza tra un PIP e un fondo aperto ad adesione individuale e un fondo negoziale – vecchio o nuovo che sia – e un fondo aperto con adesione collettiva, sebbene anche tra gli ultimi due "strumenti" di previdenza complementare non vi sia piena omogeneità.

Al di là delle considerazioni in precedenza svolte circa le caratteristiche di qualsivoglia piano previdenziale di secondo pilastro, sarebbe irrealistico e ipocrita non riconoscere che tanto i PIP quanto i fondi aperti ad adesione individuale sono considerati dalle diverse reti distributive – agenti, banche, promotori – alla stregua, rispettivamente, di meri prodotti assicurativi (una polizza vita con il beneficio di deducibilità fiscale del premio, sia pure nella modesta misura di poco superiore ai 5.000 euro l'anno) e di meri prodotti finanziari (una sorta di fondo comune di investimento mobiliare, con incorporato il beneficio della deducibilità fiscale dell'apporto economico, nei limiti dei già ricordati 5.000 euro e poco più). Va rilevato, stando ad alcune valutazioni empiriche, che non sembra molto diversa neppure la percezione degli utenti, sottoscrittori o aderenti, per i quali, nonostante la copiosa documentazione messa loro preventivamente a disposizione, si può dubitare sottoscrivano PIP e aderiscano a fondi aperti con una consapevolezza che vada al di là, nella migliore delle ipotesi, di una vaga finalità previdenziale.

Quanto detto da ultimo, non impedisce di affermare che quella dei PIP e, sia pure in misura minore, delle adesioni individuali ai fondi aperti, negli ultimi anni, sia stata una storia di successo, anzi la storia di maggior successo del comparto. Ne è derivato, comunque, un complessivo arricchimento

dell'accumulo di risparmio previdenziale del Paese e questa circostanza mi sembra "oggettivamente" – come si sarebbe detto con linguaggio veteromarxiano – un dato positivo. Ricordava Capuano la contingente carenza di dati statistici consolidati a fine 2013, ma è percezione diffusa che, in particolare, quella dei sottoscrittori di PIP sia l'unica area in forte crescita nel settore, con una percentuale di aumento di utenti, anno su anno, forse addirittura prossima al 5-7%, in un esercizio connotato dal perdurare di una crisi economica generale senza requie.

Diversa, ma, come già accennato, non pienamente omogenea, la fattispecie delle modalità di adesione collettiva a fondi aperti e a fondi negoziali.

Per quanto concerne i fondi aperti, l'adesione – non particolarmente diffusa – previa emanazione di regolamento aziendale, atto unilaterale del datore, è ancora una volta frutto di uno sforzo distributivo di una rete di vendita, la quale sensibilizza in argomento il datore stesso. Talora, facendogli anche comprendere la valenza di un piano pensionistico quale strumento retributivo a minor costo complessivo, magari utilmente inserito nel contesto del sistema premiante adottato dall'impresa.

Avuto riguardo alle forme di adesione collettiva al fondo aperto previa sottoscrizione di un accordo collettivo aziendale, essa pure, per lo più, è frutto dell'attività di esponenti di una rete di vendita, ma la necessaria presenza di rappresentanti sindacali, quali sottoscrittori dell'accordo, si riverbera nelle modalità di promozione all'adesione nei riguardi dei lavoratori interessati, principalmente incentrata sull'attività dei rappresentanti sindacali stessi.

Affatto svincolata da qualsivoglia attività di reti di vendita commerciali è, infine, la realtà delle forme negoziali. Per que-

sta fattispecie l'adesione al fondo pensione è promossa strutturalmente dalle organizzazioni sindacali, con maggiore o minore collaborazione della componente datoriale, a seconda delle diverse situazioni, in una varietà di casistiche e di esiti di successo del fondo a dir poco articolata e fortemente disomogenea. È tuttavia fuor di dubbio che lo sviluppo dell'adesione ai fondi pensione in senso stretto si pone come nodo da affrontare quanto prima nel Paese.

Sulla tematica da ultimo richiamata non sono mancate, anche nel recente passato, talune proposte volte a ipotizzare un coinvolgimento di reti di vendita anche nella promozione delle forme collettive. Non giudico realizzabili siffatte ipotesi, non solo per l'alluvionale dibattico ideologico preliminare che la loro effettiva prospettazione scatenerebbe, ma anche per la non secondaria ragione dell'assenza di ragionevoli margini remuneratori per la rete stessa.

Il problema dell'effettivo sviluppo dei fondi pensione, nel contesto di un nuovo e sempre più urgente sistema di welfare integrato – che unisca previdenza e assistenza integrative e Long Term Care – è da tempo all'attenzione di ASSOPREVIDENZA. Sul punto, muovendo da un'esperienza ormai venticinquennale di centro tecnico nazionale di previdenza e assistenza complementari, manifestiamo il fermo convincimento che l'unica strada praticabile, a legislazione invariata, sia il ripensare pragmaticamente il concetto di adesione volontaria ai fondi pensione. Siamo convinti che, pur senza ritornare agli anni anteriori all'entrata in vigore del d.lgs. n. 124/1993, allorquando era consentito di disporre l'obbligo di adesione dei singoli ai fondi pensione a opera di un contratto collettivo – fattispecie la cui percorribilità, ribadisco, necessiterebbe di un intervento legislativo, vi sia lo spazio per un'interpretazione tecnica della nozione –, di "volontarietà". Secondo il no-

stro parere, la fonte collettiva ben potrebbe disporre l'adesione a un fondo da parte di una collettività di lavoratori, ferma restando la facoltà del singolo di recedere dall'adesione stessa, manifestando il proprio dissenso, entro un ragionevole termine da quando gli sia stata "notificata" l'intervenuta adesione in chiave collettiva.

L'argomento da ultimo accennato non attiene certo alla tematica della distribuzione dei prodotti finanziari in senso stretto, ma certo sarà materia di intenso dialogo con la COVIP, nel corso dell'anno 2014.

Associazione Italiana Intermediari Mobiliari - ASSOSIM

Gianluigi Gugliotta, Claudia Petracca

La crisi finanziaria degli ultimi anni ha messo in rilievo la relazione diretta sussistente tra la fiducia degli investitori e la solidità del sistema finanziario nel suo complesso; l'esperienza pratica ha infatti dimostrato che la rottura di tale delicatissimo equilibrio è suscettibile di innescare una pericolosa spirale la quale, autoalimentandosi, potrebbe arrivare a determinare – come di fatto è accaduto – effetti negativi su tutta l'economia reale.

Tale constatazione porta così a leggere con favore le numerose iniziative assunte sia a livello comunitario sia livello domestico dirette a promuovere e rafforzare la fiducia dei risparmiatori contribuendo, peraltro, con specifico riferimento all'Italia, anche a dare concreta attuazione al principio costituzionale volto all'incoraggiamento e alla tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47 Costituzione).

Proteggere il cliente-risparmiatore significa garantire l'omogeneità delle tutele, il livellamento del campo di gioco per tutti i player del mercato e la prevenzione del fenomeno del cosiddetto *supervisory harbitrage*: approcci di vigilanza non convergenti potrebbero, di fatto, consentire ad alcuni intermediari, attraverso il ricorso allo strumento del passaporto, di aggirare gli ostacoli oggi presenti nei mercati di quei paesi ove la vigilanza presenta maglie più lasche e di avvalersi, in tal modo, di vantaggi competitivi indotti.

L'inefficacia di alcune norme e/o la non omogeneità degli approcci, tanto da parte delle Autorità di vigilanza quanto da parte degli intermediari, hanno pertanto imposto, negli ultimi tempi, numerosi interventi di carattere legislativo e/o interpretativo, di manutenzione evolutiva, che dovranno essere sviluppati e portati avanti nel continuo.

In una visione complessiva del sistema, le menzionate iniziative, alcune delle quali meglio illustrate nel prosieguo, dovrebbero tutte contribuire a creare un "circolo virtuoso" intorno al prodotto, dalla sua fase di genetica costituzione a quella della successiva distribuzione, attuando, in sostanza, un controllo di qualità lungo tutto il "ciclo di vita" del prodotto stesso.

Venendo al tema che strettamente ci occupa, per quanto scontato, non pare inutile ricordare che il buon andamento della distribuzione finanziaria, al di là dei modelli di *business* e delle politiche commerciali a essa sottesi, è strettamente correlato alla fiducia dei risparmiatori e, dunque, alla buona "qualità" dei prodotti offerti.

Parimenti utile è ricordare che quando si parla di "qualità" non ci si riferisce a un prodotto necessariamente "sicuro" bensì a un prodotto che rifletta correttamente (e sia compatibile con) quel livello di rischio ritenuto accettabile per un determinato cliente e con le relative aspettative di rendimento.

Tutto questo presuppone, a monte, l'elaborazione da parte degli intermediari di precise scelte strategiche non solo attinenti alla vendita ma, prima ancora, al concepimento e al confezionamento del prodotto, mediante la definizione di tutte le sue caratteristiche essenziali (di rischio, di rendimento, ecc.).

Con specifico riferimento alla fase genetica del prodotto, nei lavori di revisione della MiFid, ad esempio, si prevede

espressamente l'obbligo per le imprese di investimento di predisporre e aggiornare uno specifico "processo di approvazione del prodotto" da cui risulti, tra l'altro, la preventiva individuazione del mercato cui quel prodotto sarà destinato e della clientela finale di riferimento (art. 16, comma 3). Si tratta, con ogni evidenza, di una disposizione estremamente importante poiché rimanda al dovere posto in capo alle imprese di investimento di individuare una precisa "strategia" di creazione e di distribuzione del prodotto. È inoltre prescritto che le imprese di investimento debbano regolarmente rivedere gli strumenti finanziari offerti, al fine di tenere conto di ogni circostanza che possa materialmente incidere sui rischi potenziali così come preventivamente identificati con riferimento al mercato e alla categoria di clientela per cui erano stati concepiti. In tal modo verrebbe garantito quel controllo del prodotto lungo tutto il suo ciclo di vita cui si accennava in apertura del presente contributo.

Nella stessa direzione vanno gli orientamenti generali contenuti nella *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversigh & Governance Processes*, pubblicata nel mese di novembre del 2013 da EBA, ESMA ed EIOPA, Autorità di vigilanza europee, rispettivamente, in materia bancaria, finanziaria e assicurativa (e collettivamente partecipanti a un Joint Committee costituito il 1° gennaio 2011). Tali orientamenti previsti ancora una volta in tema di investor protection sono volti al rafforzamento del sistema dei controlli interni del *manufacturer* e indicano una serie di accorgimenti che gli intermediari dovrebbero realizzare prima dell'offerta di un nuovo prodotto finanziario. Anch'essi fanno, ad esempio, riferimento all'opportunità che le imprese di investimento formalizzino un processo interno di supervisione e di governance del prodotto, stabilen-

do le regole organizzative e procedurali che dovrebbero appunto precedere ogni nuova iniziativa in tal senso (individuazione della clientela target, dei canali di distribuzione appropriati, delle informazioni aggiornate da rendere ai distributori, ecc.).

La lettura di tale *Joint Position*, in linea con quanto previsto nei lavori di revisione della MiFid, fa comprendere come ormai disegnare e lanciare un nuovo prodotto non sia più soltanto una scelta di puro business; essa è, piuttosto e prima di tutto, una scelta strategica e di governance che va opportunamente formalizzata e proceduralizzata in ogni suo passaggio, con il coinvolgimento di tutte le strutture interessate (cosiddetto *governance product*). Il *manufacturer* deve pertanto definire compiutamente i processi, le funzioni e le strategie finalizzate allo studio e all'offerta di nuovi prodotti sul mercato e rivedere gli stessi nel corso della loro permanenza sul mercato medesimo.

A livello domestico, sulla stessa linea, la nuova disciplina sul sistema dei controlli delle banche – Circolare Banca d'Italia 2 luglio 2013 – radica in capo all'organo di supervisione strategica il compito di approvare le politiche e i processi di valutazione delle attività aziendali e, in particolare, "degli strumenti finanziari, verificandone la costante adeguatezza" nonché il "processo per l'approvazione di nuovi prodotti e servizi, l'avvio di nuove attività, l'inserimento in nuovi mercati" (cfr. Titolo V, Cap. 7, Sez. II).

Quanto sopra sinteticamente rappresentato richiede, evidentemente, un ripensamento del modello di business da parte degli intermediari e una rimodulazione dell'intero processo di pianificazione commerciale con possibili impatti, anche rilevanti, sugli assetti organizzativi degli intermediari medesimi e sui relativi costi, soprattutto di *compliance*.

Tutte le regole sopra citate ci consentono di pervenire ad almeno due ordini di riflessioni.

Esse, da un lato, richiamano l'importanza del processo di *client targeting* ricordandoci che tale processo deve precedere – e mai seguire in ossequio a logiche di budget – il lancio di nuovi prodotti; la scelta del prodotto da offrire deve, in altre parole, essere funzionale unicamente alle esigenze del cliente e non alle esigenze gestionali dell'impresa.

Dall'altro, mirano a realizzare, di fatto, una sorta di anticipazione della regola dell'adeguatezza; in virtù di esse l'intermediario non è quindi tenuto (solamente) a valutare l'adeguatezza di un prodotto "a valle", nel momento in cui lo consiglia a un cliente, ma è tenuto a valutarlo anche "a monte", nel momento in cui lo disegna e lo immette nel circuito della distribuzione.

L'individuazione dei canali distributivi (lo sportello, la rete di promotori finanziari, i canali web, gli accordi con società terze, ecc.) è essa stessa una scelta strategica che porta con sé la necessità di individuare, oltre ai canali ritenuti commercialmente migliori, anche le implementazioni (informatiche, procedurali, contrattuali, ecc.) eventualmente necessarie per l'adozione di una strategia differente (ad esempio, multicanale), nonché i rischi connessi ai diversi canali individuati (per il canale dei promotori finanziari: prevalenza del rischio di comportamenti non conformi alle norme; per i canali telematici: prevalenza del rischio di processi non conformi, ecc.)[1].

Peraltro, laddove si ricorra a distributori "terzi", disegnare

[1] Cfr. Linee Guida interassociative ABI-ASSOSIM-FEDERCASSE in tema di rapporti tra la funzione di compliance e le altre funzioni coinvolte nella definizione delle politiche commerciali con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento, accessori e di distribuzione di prodotti finanziari, ottobre 2010 (www.assosim.it).

l'ambito dei doveri del *manufacturer* di uno strumento finanziario è estremamente importante anche al fine di poter correttamente delimitare i suoi rapporti con il *distributor*. Sul punto, sempre la MiFid Review richiede che i *manufacturer* debbano mettere a disposizione dei *distributor* ogni informazione "appropriata" sullo strumento finanziario e sul processo di approvazione del prodotto.

La scelta effettuata dal legislatore comunitario potrebbe non essere priva di effetti innanzitutto sul piano giuridico e, a cascata, sul piano del business. Dal punto di vista strettamente giuridico, infatti, c'è da chiedersi in che modo l'aver saldamente incentrato verso l'alto – ossia in capo al produttore – l'obbligo di svolgere le valutazioni strategiche – *product approval process* – possa incidere sulla misura delle responsabilità del produttore e del distributore. In particolare, c'è da chiedersi se quelle valutazioni iniziali imposte al produttore dello strumento finanziario possano abbassare l'asticella delle responsabilità del *distributor* traducendosi, di fatto, in una riduzione, in capo a quest'ultimo, anche del relativo *business* e degli annessi benefici economici. Si pensi, ad esempio, ai casi in cui la distribuzione avviene mediante accesso diretto dei clienti a piattaforme di investimento via web in modalità *execution only*. Proprio con l'*execution only*, il sistema ha infatti sin da subito compreso che, stante lo scarso valore aggiunto apportato dall'intermediario, il volume delle commissioni non poteva che essere parimenti scarso.

D'altro canto pare opportuno ricordare che il distributore – pur esaurientemente informato dal produttore di tutte le caratteristiche essenziali del prodotto che si accinge a vendere – resta, quale interfaccia diretta e immediata del cliente finale, l'unico in grado di conoscere veramente la tipologia di prodotto che più si attaglia alle caratteristiche del proprio

cliente. In tal senso, l'accentramento del *product approval process* in capo al produttore non farà venir meno talune responsabilità del distributore e, laddove il richiamato processo dovesse (com'è probabile) ridurre i margini di profitto dello stesso, sarà quanto mai necessario che il distributore sviluppi con particolare attenzione la propria capacità di offrire alla clientela un buon servizio di consulenza che dia un vero valore aggiunto alla propria attività. Il tema cruciale diviene allora proprio questo: offrire un servizio di consulenza estremamente specializzato, a forte valore aggiunto, che dia un contributo importante alle scelte di investimento del cliente. La sfida che oggi si pone in capo agli intermediari è perciò rappresentata dalla capacità di cogliere con pienezza le esigenze del cliente e di trasmettere a quest'ultimo il valore aggiunto di un servizio di qualità, tanto da renderlo disponibile a corrispondere una *fee* per la consulenza ricevuta. Il tema è noto. Della necessità di promuovere un avanzamento culturale da parte di tutti, ASSOSIM si è sempre fatta portavoce. Ad esempio, un cliente che riceva un servizio di consulenza, quale valore riconosce a un consiglio di mantenimento? E il banker/promotore finanziario è davvero pronto a cogliere tutte le esigenze del cliente, anche quelle, ad esempio, legate al passaggio generazionale? Possiede tutti gli strumenti di supporto utili a queste analisi?

Proseguendo l'analisi del ciclo di vita dalla fase genetica e costitutiva del prodotto alla fase della successiva distribuzione, si noti come la virtuosità dei comportamenti può passare, e anzi passa senz'altro, anche dall'adozione da parte degli intermediari di politiche retributive e incentivanti idonee a garantire il costante allineamento tra gli interessi dei clienti e gli interessi delle reti di vendita. Un contributo all'uniformità interpretativa delle regole vigenti da parte degli intermediari

e alla convergenza degli approcci di vigilanza da parte delle Autorità degli Stati membri è stato recentemente fornito dall'ESMA in occasione della pubblicazione degli Orientamenti del giugno 2013[2] (cfr. *Guidelines on remuneration policies and practice*, ESMA/2013/606). Tali Orientamenti, espressamente volti a prevenire i conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento, richiamano la necessità che le politiche e le prassi retributive siano concepite in modo tale da non creare incentivi suscettibili di indurre comportamenti opportunistici, tendenti cioè a favorire l'interesse personale di chi vende a scapito del miglior interesse del cliente. Con specifico riferimento al lancio di nuovi prodotti, l'ESMA invita gli intermediari a valutare se gli elementi della retribuzione collegati alla sua distribuzione rispettino le politiche e le prassi retributive dell'impresa e pertanto non costituiscano rischi in termini di conflitti di interesse. Così, a titolo esemplificativo, non è considerato rispondente alle *good practice* legare il riconoscimento di bonus alla vendita di un prodotto specifico così come agganciare la componente variabile della retribuzione esclusivamente ai volumi di vendita. Viceversa, l'attenzione al cliente e alla soddisfazione dei suoi interessi dovrebbe indurre gli intermediari a tenere conto, nelle proprie politiche retributive, non solo di elementi quantitativi (quali appunto i volumi di vendita realizzati) ma anche di elementi qualitativi quali, ad esempio, il rendimento che il prodotto venduto ha generato in capo al cliente in un certo lasso di tempo ovvero l'esistenza di un basso numero di reclami su un'ampia scala temporale. Si tratta, in questo caso, di valutazioni che, pur basandosi su dati "quantitativi" (dati numerici o finanziari) possono essere utilizzate dagli intermediari al fi-

[2] Applicabili in Italia con decorrenza dal 29 gennaio 2014 (cfr. Comunicazione congiunta Banca d'Italia-CONSOB del 29 gennaio 2014).

ne di misurare la qualità dei servizi resi al cliente e legare a tale qualità la retribuzione della rete di vendita.

Ancora più recentemente, l'ESMA ha fornito al sistema ulteriori indicazioni volte a rafforzare la tutela del cliente *retail* nella vendita di "prodotti complessi". In particolare, nell'Opinion n. 146 pubblicata il 7 febbraio 2014 – *MIFID pratices for firm selling complex product* – l'Autorità ha richiamato l'attenzione tanto delle *national competent authorities* quanto delle imprese di investimento sulla necessità di considerare i conflitti di interesse che possono nascere dalla vendita di prodotti complessi (come definiti nella stessa Opinion), specialmente laddove le imprese medesime siano l'*issuer* del prodotto ovvero siano controparti dell'operazione. È al riguardo indicato che la funzione di *compliance* consideri l'eventuale presenza di incentivi legati alla vendita del prodotto e, segnatamente, se la presenza di *inducements* o le politiche di remunerazione concretamente adottate possano indurre a "spingere" maggiormente la vendita di tale prodotto rispetto a un investimento di tipo diverso.

L'Opinion è particolarmente utile non, evidentemente, per i suoi contenuti prescrittivi (essa non è, come noto, fonte del diritto) quanto, piuttosto, per le importanti indicazioni che fornisce anche in tema di valutazione di adeguatezza e appropriatezza da svolgere con riferimento alla vendita di prodotti complessi. Essa deve peraltro essere letta in stretto collegamento con un altro documento pubblicato dall'ESMA – *Guidelines on certain aspect of the suitability requirements* (giugno 2012) – del quale rappresenta integrazione e completamento (e ciò pur nella diversità delle "tipologie" documentali adottate dall'ESMA: "Opinion vs Guidelines"[3]).

[3] Per comprendere la diversità delle due tipologie di provvedimenti si

A livello domestico, si segnala, da ultimo, un'interessante iniziativa recentemente assunta dalla CONSOB unitamente ad alcune associazioni di categoria dei consumatori tradottasi nella pubblicazione, nel gennaio 2014, della cosiddetta Carta degli Investimenti. Si tratta di un progetto che presenta primariamente lo scopo di consentire ai risparmiatori un più consapevole esercizio dei propri diritti, così innalzando il relativo livello di autotutela, nonché di migliorare l'efficienza della vigilanza CONSOB facilitando l'acquisizione, da parte di quest'ultima, di elementi informativi tempestivi in merito ai concreti comportamenti tenuti dagli operatori sul mercato italiano, anche grazie alle segnalazioni dei risparmiatori.

Una considerazione conclusiva

Il breve *excursus* sopra riportato, volto a rappresentare con particolare enfasi l'importanza del singolo prodotto, non deve far dimenticare o perdere di vista quella che è l'importanza dell'intero processo che sta a valle di un servizio di qualità.

---

veda il regolamento Ue n. 1095/201 del Parlamento europeo e del Consiglio, istitutivo dell'Autorità europea di vigilanza. L'art. 16, comma 1, di tale regolamento, rubricato "Orientamenti e raccomandazioni", stabilisce infatti che: "Al fine di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci nell'ambito del SEVIF e per assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione, l'Autorità emana orientamenti e formula raccomandazioni indirizzate alle autorità competenti o ai partecipanti ai mercati finanziari (*omissis*)". Il successivo articolo 29, comma 1, lett. a), rubricato "Cultura comune della vigilanza", stabilisce invece che: "L'Autorità contribuisce attivamente a creare una cultura comune a livello di Unione e prassi uniformi in materia di vigilanza, nonché ad assicurare l'uniformità delle procedure e la coerenza degli approcci in tutta l'Unione. L'Autorità svolge almeno le attività seguenti: (a) fornire pareri alle autorità competenti; (*omissis*)".

È infatti la corretta impostazione del complessivo processo di investimento che dovrebbe costituire il vero momento di creazione del valore per il cliente. Nell'ambito di questo, in particolare, la creazione del valore nasce dalla capacità dell'intermediario di assicurare la coerenza dell'*asset allocation* del portafoglio del cliente rispetto alla sua propensione/tolleranza al rischio.

Dei vari momenti che costituiscono un processo di investimento, la scelta dei prodotti rappresenta infatti il momento terminale di una serie di fasi necessariamente precedenti che dovrebbero consistere:

1. nella scelta delle *asset class* con cui comporre i portafogli strategici;
2. nella costruzione dei portafogli efficienti espressi in termini di *asset class*;
3. nell'abbinamento del cliente a uno di tali portafogli sulla base della sua personale propensione al rischio e in funzione dell'orizzonte temporale che caratterizza il suo obiettivo di investimento.

All'interno del processo, così come sinteticamente descritto, la selezione del portafoglio ideale per il cliente rappresenta un passaggio cruciale; mentre, infatti, "la variabilità dei rendimenti dei portafogli rientra nell'area fisiologica di un investimento finanziario, l'insoddisfazione derivante da un disallineamento tra il livello di rischio tollerato e quello effettivamente registrato ha conseguenze più gravi e più durature, anche, e soprattutto, in un'ottica commerciale"[4].

---

[4] In tal senso Emanuele Maria Carluccio, "L'attività di consulenza nel risparmio gestito: profili finanziari e normativi", in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative (aspetti organizzativi - regole di condotta - consulenza in materia di investimenti)*, a cura di Michele De Mari, Cedam, 2009.

Associazione di Categoria Brokers di Assicurazioni e Riassicurazioni - ACBROKERS

Luigi Viganotti[*]

Non entro troppo nel merito perché i colleghi rappresentati dalla dott.ssa Boccadoro hanno espresso molto bene il pensiero dei broker. Anche noi, come associazione dei broker, stiamo lavorando nella formazione professionale perché anche fra i broker ci sono dei professionisti che si dedicano ai prodotti misti finanziari-assicurativi e hanno grande preparazione. Come associazione quest'anno abbiamo fondato la nostra scuola di formazione. Nel 2014 ci sono corsi di formazione per gli addetti ai lavori.

Tutto il settore deve lavorare sul recupero di credibilità da parte della clientela retail, ma non solo. L'Italia dal punto di vista assicurativo è molto indietro in tutti i settori. Le motivazioni sono rinvenibili nella questione di prodotti, nell'informazione errata o nella mancata informazione che viene data a coloro che devono usufruire del prodotto. Credo che si debba lavorare molto su questo. Parlo solo dal punto di vista della distribuzione dei broker. Il broker è un consulente indipendente che può offrire una gamma di prodotti e dare una scelta notevole al cliente. L'importante è essere professionisti. Dico sempre ai miei associati che il broker non è un venditore di polizze ma è un consulente che finalizza la sua attività attraverso l'intermediazione assicurativa.

[*] Contributo non rivisto dall'autore.

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari - AIAF

Paolo Balice

Vorrei innanzitutto partire da uno *statement* di carattere generale. In tema di distribuzione finanziaria o meglio di consulenza finanziaria non credo che si possano sviluppare considerazioni generalizzate per segmenti di offerta: banche tradizionali, banche on line, promotori finanziari, *private bank* estere, consulenti finanziari indipendenti, ecc.

Senza negare gli errori "storici" delle banche e degli altri interlocutori tradizionali del risparmiatore non credo per esempio alla superiorità *ante litteram* in termini di valore del servizio al risparmiatore dei consulenti finanziari indipendenti.

Il tema centrale credo sia la dimensione dei consulenti indipendenti. Esistono senza dubbio valentissimi professionisti che hanno deciso di mettersi in proprio dando vita a studi professionali di alta qualità. Ciò non toglie che la ridotta dimensione di molti operatori indipendenti ci porti a non sottovalutare il ruolo delle economie di scala in questo settore. Ma oltre al tema organizzativo non credo sussistano elementi oggettivi che ci garantiscano l'affidabilità deontologica dei consulenti finanziari indipendenti: le cronache passate e recenti insegnano molto.

Per *par condicio* possiamo anche sottolineare come nei grandi gruppi bancari, spesso esteri, la contaminazione tra

wealth management, collocamento di proprie emissioni presso la clientela e attività di *capital market* (leggasi titoli strutturati) ha alimentato e alimenta tuttora uno strutturale conflitto di interesse e in qualche caso un minor controllo dell'effettivo rischio di portafoglio sopportato dagli investitori.

La discriminante non è quindi la tipologia o la natura dell'intermediario ma la sua capacità professionale e il comportamento deontologicamente corretto. Questo principio dovrebbe ispirare i provvedimenti legislativi con l'unica finalità di non sacrificare validi professionisti solo per la discriminazione preconcetta di un modello piuttosto che di un altro.

Un altro argomento che mi sta a cuore come presidente di una associazione storica di analisti finanziari è il tema di abbinare alla costruzione di un sistema di consulenza finanziaria efficiente una vera e propria rinascita del mercato finanziario nazionale. È un tema solo apparentemente lontano dal titolo di questo contributo e non è un tema superato dalla globalizzazione e dall'euro, anzi. Le imprese italiane possono affrontare i mercati internazionali solo se adeguatamente supportate finanziariamente dal mercato dei capitali nazionale, soprattutto se di piccole o medie dimensioni.

Negli ultimi 10-15 anni si è progressivamente sfilacciata la filiera del mercato dei capitali domestici: crollo della capitalizzazione della Borsa Italiana anche in rapporto al Pil (un Pil che nel frattempo non ha poi corso così tanto), masse ridotte del risparmio gestito investite in azioni italiane, scandali e default nella emissione di corporate bond nella prima parte degli anni Duemila. Oggi gli investimenti in azioni italiane sono pari al 4% circa della massa gestita dai fondi contro il 16% circa indirizzato per esempio sui mercati azionari emergenti. Si tratta di un risultato scaturito da tante concause. L'ultima spallata è stata rappresentata dall'impennata del rischio so-

vrano e dal crollo dei valori bancari nell'ultimo triennio. Ma questo ultimo atto ha radicalizzato ancora di più un fenomeno che parte da lontano e che non è stato alimentato solo dai problemi dell'economia italiana, dalla crisi di alcuni grandi gruppi o dalla concorrenza, in fase di quotazione, delle piazze finanziarie estere. Una causa riguarda proprio il modello di distribuzione finanziaria con il crescente peso dell'architettura aperta nella gestione. Non si vuole negare che questo fenomeno abbia sconfessato indirettamente le accuse di conflitto di interesse tra gestione e distribuzione e abbia permesso a molti operatori, anche marginali, di proporre soluzioni di risparmio gestito superando il collo di bottiglia della disponibilità di una propria fabbrica di gestione. Ma non si può non sottolineare che la globalizzazione delle scelte di investimento ha dato spazio ai grandi player dell'*asset management* con una ulteriore spinta, indiretta, alla marginalizzazione della Borsa Italiana.

In questo ha anche giocato un ruolo il peso storico del sistema bancario sulle "fabbriche di gestione" italiane. Un operatore bancario "generalista", che non ha mai visto nell'*asset management* il suo *core business*, ha svolto anche poco in questi anni il ruolo di difensore della *industry* di gestione in Italia, parallelamente, se volete, al suo progressivo disimpegno dalla Borsa Italiana.

Stante lo stock elevato di risparmio privato e un ruolo meno centrale del credito bancario in futuro, il rafforzamento del mercato dei capitali domestico anche tramite un rilancio della filiera italiana dal risparmio privato ai fondi comuni e al mercato di Borsa, è una delle chiavi per il rilancio della crescita: una economia senza una finanza forte non va lontano e gli americani hanno insegnato molto, visto come si sono affannati a sostenere il mercato, come priorità assoluta, a segui-

to della grande crisi bancaria e finanziaria del 2008-2009 con un sistema bancario sostanzialmente fallito e stressando, a livelli mai visti prima, il ruolo di prestatore di ultima istanza della FED.

È chiaro ad esempio che le difficoltà in cui si dibatte la nascita dei minibond in Italia è, tra l'altro, il segno evidente della debolezza del mercato dei capitali domestico. La riduzione degli analisti che studiano le società italiane legato ai fenomeni sopracitati è uno degli elementi che contribuisce a rallentare lo *start-up* di un mercato *high yield* italiano.

In ultimo sottolineerei il tema forse più importante: quello delle competenze dei professionisti coinvolti nella consulenza finanziaria. AIAF, per la sua storia ultra quarantennale di associazione di tecnici finanziari, pensa di svolgere nei prossimi anni un ruolo importante in questo campo e non a caso ha deciso di cambiare il proprio nome in Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari. Oggi consulenza finanziaria significa per esempio capacità di selezionare gestori, saper dialogare di bilancio con gli imprenditori, ipotizzare percorsi di protezione del patrimonio utilizzando svariati strumenti di governance, Sono temi importanti sui quali si giocherà la capacità della "distribuzione" finanziaria di valorizzare il proprio ruolo. L'AIAF per il suo modello esclusivo di formazione operativa e, forte dell'architrave organizzativo interno rappresentato dai gruppi di lavoro e dalle commissioni, può offrire un approdo ideale per quei consulenti finanziari di fascia alta alla ricerca di professionalità e di un luogo dove incontrare altri tecnici qualificati.

Associazione Italiana Brokers di Assicurazioni e Riassicurazioni - AIBA

Antonia Boccadoro

Intermediazione finanziaria, creditizia e assicurativa necessitano di un lessico comune affinché si possa realizzare un'integrazione che valorizzi gli aspetti sinergici, mantenendo nel contempo le necessarie differenziazioni. In questa prospettiva, FeBAF può svolgere un ruolo centrale per realizzare un consesso strutturato di confronto e di scambio di esperienze tra gli operatori del mercato, utile anche per i regolatori in ottica di armonizzazione delle rispettive discipline.

Attraverso una migliore e più approfondita conoscenza delle caratteristiche dei singoli comparti è possibile contribuire a un sistema di regole armonico che trovi punti di omogeneizzazione e opportune diversificazioni.

È questo il caso del dibattito in corso in ambito di proposta di direttiva MiFID2, ove si ipotizza di regolamentare in modo omogeneo i prodotti assicurativi con preponderante contenuto finanziario e i prodotti squisitamente finanziari, mantenendo comunque distinti gli ordinamenti e i soggetti preposti al controllo: ne consegue una modifica all'impianto della direttiva sulla intermediazione assicurativa il cui regolatore europeo di riferimento (EIOPA) resta distinto dal corrispondente regolatore per i servizi finanziari (ESMA). In altre parole si introduce un principio di regolamentazione uniforme su soggetti e strutture di vigilanza distinti.

D'altra parte si condivide l'approccio di uniformare le regole laddove esiste una reale esigenza di uniforme tutela del cliente, senza tuttavia introdurre eccessi di normalizzazione che sarebbero logicamente non giustificabili e destabilizzanti sul piano degli equilibri di mercato.

Passando da un piano generale a considerazioni di maggior dettaglio, sembra opportuno sostenere che la redazione delle informazioni chiave da consegnare preventivamente al cliente siano redatte a cura del fornitore del servizio e non già dell'intermediario. La conseguente responsabilità del contenuto delle informazioni deve restare di esclusiva competenza del fornitore del servizio.

Inoltre si ritiene che le informazioni chiave debbano riferirsi esclusivamente al servizio prestato, senza alcun riferimento alle indicazioni sulle caratteristiche dell'intermediario, notizie queste contenute in altra documentazione obbligatoria definita da ciascun comparto secondo le regole di settore.

Le regole stabilite per l'intermediazione di prodotti finanziari e assicurativi con componente di rischio hanno caratteristiche peculiari, tenuto conto della necessità di trasparenza sulle remunerazioni e le relative riduzioni della quota di capitale investito. I potenziali conflitti di interesse dell'intermediario verso il fornitore del servizio suggeriscono una netta demarcazione tra intermediari indipendenti e "legati" ai fornitori.

È altresì opinione diffusa nel comparto assicurativo che le esigenze di tutela della clientela siano diverse per le altre forme di protezione tipicamente, siano esse riferite al settore del welfare ovvero alle forme di pura protezione del rischio.

L'intermediazione assicurativa spazia in ambiti estremamente eterogenei e questa caratteristica rappresenta la prin-

cipale difficoltà di applicazione uniforme delle regole valide per l'intermediazione finanziaria.

Il prezzo di una copertura assicurativa di puro rischio si presenta, già all'origine della sua strutturazione, comprensivo di un costo di intermediazione, calcolato a monte dal fornitore del servizio secondo logiche correlate al mix di portafoglio che si intende realizzare; incidono sui livelli provvigionali riconosciuti da ciascuna compagnia le regole di Solvency II sui criteri di assorbimento di capitale legate anche alla valutazione della incertezza delle stime sul costo ultimo del sinistro, in alcuni casi calcolato su serie storiche molto lunghe, nonché l'esigenza di un equilibrio tra differenti tipologie di rischio tenuto conto dei costi di riassicurazione.

La provvigione assicurativa in questo contesto rappresenta soltanto una parte dei caricamenti applicati dalla compagnia; la conoscenza di un singolo elemento di caricamento rischia peraltro di fornire una falsa percezione in merito al costo della copertura assicurativa da acquistare: in primo luogo in quanto sembra suggerire un disvalore al ruolo dell'intermediario, facendo erroneamente ritenere di poter procedere a un acquisto a costi ribassati in quanto privi di costo di intermediazione. Un secondo ma non meno importante aspetto, riguarda la possibilità di attirare l'attenzione del cliente verso un dettaglio non fondamentale rispetto alle informazioni sulla qualità del fornitore del servizio suggerito, sulle componenti di servizio nonché sulle garanzie prestate. È opinione del comparto assicurativo ritenere ininfluente e anzi fuorviante l'informazione resa sul costo provvigionale: il cliente ha necessità di conoscere il costo complessivo della copertura assicurativa e le corrispondenti garanzie prestate.

Se guardiamo poi all'esperienza italiana che ha introdotto obblighi di trasparenza sui livelli provvigionali per alcuni

comparti assicurativi ove le tensioni sui prezzi erano particolarmente rilevanti, possiamo verificare concretamente come tale operazione di trasparenza non abbia affatto contribuito a una riduzione della tensione accennata, determinata piuttosto da fattori di mercato correlati alle posizioni dominanti dei fornitori di servizio. Ci si riferisce in particolare agli obblighi di trasparenza sulle remunerazioni degli intermediari in ambito di coperture obbligatorie Rc Auto nonché per i prodotti CPI (Credit Protection Insurance).

Le regole più stringenti e trasparenti hanno l'obiettivo di migliorare la fiducia dei clienti verso i servizi finanziari. Il ruolo degli intermediari è strategico e indispensabile per accrescere fiducia e sviluppare il comparto.

A questo riguardo non dobbiamo dimenticare la cronica sottoassicurazione del nostro Paese rispetto alle medie europee, con particolare riguardo al comparto dei rischi danni. In ambito *private*, a fronte di un altissimo immobilizzo di risorse delle famiglie italiane nei beni immobiliari, si registra una bassissima protezione assicurativa.

Nel settore SME e corporate, si registra un'assenza quasi generalizzata di analisi di *risk prevention* con livelli di coperture assicurative che nella maggioranza dei casi non garantiscono la continuità produttiva delle nostre aziende, rendendo particolarmente fragili le strutture produttive.

La valorizzazione del ruolo degli intermediari come professionisti esperti per l'individuazione delle soluzioni maggiormente adeguate alle esigenze di ciascuna realtà soggettiva passa anche attraverso un *corpus* di regole concretamente efficaci che migliorino il clima di fiducia ma definiscano correttamente il ruolo dell'intermediario rispetto al fornitore di servizi.

Infine, maggiori sinergie tra i comparti finanziari potreb-

bero costituire un reciproco vantaggio anche per una più puntuale valutazione del merito di credito delle aziende nazionali. In altri mercati, infatti, la valutazione della protezione delle aziende è un fattore di analisi nell'ambito della concessione del credito.

Associazione Nazionale Agenti Professionisti di Assicurazione - ANAPA

Vincenzo Cirasola

1. I concetti di consulenza e di remunerazione degli intermediari nel nuovo scenario della IMD2

Il 3 luglio 2012 la Commissione europea ha emanato una proposta di direttiva sull'intermediazione assicurativa, la cosiddetta IMD2 (Insurance Mediation Directive 2), che ha lo scopo di sostituire la direttiva 2002/92/Ce (IMD1).

Occorrerà probabilmente attendere la Presidenza italiana dell'Ue (luglio-dicembre 2014) per avere un nuovo impulso all'emanazione della IMD2 (la nuova direttiva sull'intermediazione assicurativa che va a modificare la precedente del 2002), visto che l'attuale Presidenza lituana non ha considerato prioritario il dossier sulla IMD ed è altamente improbabile che lo consideri tale la prossima presidenza a conduzione greca, considerato anche il "semestre bianco" che precederà le elezioni politiche per il nuovo Parlamento europeo.

Nel corso delle discussioni al Parlamento europeo in merito alla direttiva Solvency II, è stata formulata una specifica richiesta di revisione della direttiva IMD (al riguardo il "considerando" n. 139 della direttiva n. 2009/138/Ce Solvency II invita la Commissione europea alla formulazione di una proposta di revisione della direttiva sugli intermediari assicurativi).

Il Parlamento ha altresì richiesto che il processo di modi-

fica fosse coerente con la parallela regolazione in merito alla vendita e distribuzione dei prodotti finanziari (direttiva MiFID). Si è così giunti, in sede di Commissione europea, a una bozza di revisione della direttiva IMD.

La proposta di nuova direttiva mira a migliorare in modo efficiente la regolamentazione nel mercato assicurativo al dettaglio.

Essa è volta a garantire condizioni paritarie tra tutti i soggetti che partecipano alla vendita di prodotti assicurativi e a rafforzare la protezione degli assicurati.

In termini di principi generali, la direttiva punta a integrare i mercati, a rafforzare la tutela dei consumatori, a facilitare il dispiegarsi degli effetti della libera concorrenza attraverso il combinato disposto di tre driver rappresentati da:

1. armonizzazione minima;
2. interessi del consumatore;
3. trasparenza.

Nello specifico sono state proposte le seguenti modifiche alla direttiva esistente:

- allargare il campo di applicazione a tutti i canali di distribuzione dei prodotti assicurativi (per esempio, gli autonoleggi, le stazioni sciistiche, le agenzie di viaggio, ecc.);
- individuare, gestire e attenuare i conflitti di interesse;
- aumentare il livello di armonizzazione con riferimento alle sanzioni e alle misure amministrative previste in caso di violazione delle principali disposizioni contenute nella direttiva stessa;
- migliorare la pertinenza e la profondità dell'attività di consulenza, con la previsione di regole specifiche nelle ipotesi di consulenza indipendente;
- prevedere un articolato regime di *disclosure* della remunerazione dell'intermediario;

– garantire che la qualifica professionale e la competenza dei venditori siano direttamente proporzionali alla complessità dei prodotti venduti;
– semplificare e allineare i processi di riconoscimento transfrontaliero degli intermediari assicurativi in tutto il mercato unico europeo.

Tra le novità che apporterà la nuova direttiva vanno considerati, poi, i nuovi concetti di consulenza e di remunerazione la cui disciplina discenderà dalla revisione della MIFID che al riguardo farà da benchmark.

Infatti secondo la proposta di revisione della MIFID, l'intermediario, quando presta il servizio di consulenza in materia di investimenti, deve specificare se esso è fornito su base indipendente. Ne discendono due tassativi requisiti, non alternativi fra di loro, affinché un intermediario possa definirsi e, di conseguenza, operare come "consulente indipendente":

1. analisi sufficientemente ampia dei prodotti disponibili sul mercato, diversificati riguardo al tipo di emittente o al produttore, e non limitati a prodotti emessi o prestati da società/imprese strettamente legate all'intermediario stesso;
2. remunerazione esclusiva da parte del cliente con il conseguente divieto di *inducement* (divieto di accettare o ricevere compensi, commissioni, provvigioni o altri benefici monetari pagati o prestati da un terzo, o da una persona operante per conto di un terzo rispetto alla prestazione del servizio reso dall'intermediario al cliente).

Al concetto di consulenza, come sopra delineato, fa il paio quello di remunerazione.

Innanzitutto occorre distinguere tra consulenza strumentale alla distribuzione, la cui remunerazione sarebbe legata al prodotto, e consulenza finalizzata al servizio, legata quindi alla qualità del servizio offerto e basata sulla remunerazione mediante *fee*.

In secondo luogo, viene previsto l'obbligo di divulgare l'ammontare della remunerazione connessa al collocamento del prodotto.

A tal riguardo la Ce propone due approcci: *mandatory disclosure* e *on request regime*.

Il primo caso prevede che l'intermediario debba obbligatoriamente indicare al cliente la remunerazione connessa alla vendita del prodotto, il secondo caso implica per l'intermediario l'obbligo di dichiarare la sua remunerazione solo su specifica richiesta.

Al contempo l'emananda IMD2 propone un periodo di transizione di cinque anni in cui è previsto un regime immediato e stringente, *full disclosure*, per i prodotti assicurativi ramo vita e *on request* per i prodotti ramo danni.

A regime anche la collocazione dei prodotti ramo danni sarà caratterizzata dalla piena trasparenza.

Come si attaglierà il nuovo scenario disegnato dalla IMD2 alla realtà italiana anche alla luce delle nuove norme nazionali che hanno inciso sull'intermediazione assicurativa?

A prima vista il concetto di "consulenza indipendente" si sposa più immediatamente con l'operatività del broker purché quest'ultimo percepisca la sua remunerazione esclusivamente dal cliente. Quanto all'agente, anche egli, in teoria, potrebbe svolgere una "consulenza indipendente" nei termini sopra descritti, cioè finalizzata al servizio (non al prodotto) e remunerata esclusivamente dal cliente. Pensiamo a un agente ("proponente") che in forza della nuova norma sulle collaborazioni fra gli intermediari svolga un'analisi sufficientemente ampia del mercato per proporre poi un prodotto che verrà emesso da un altro intermediario ("emittente") a cui il cliente si rivolgerà pagandogli il premio di polizza.

Mentre all'agente "proponente" il cliente pagherà la *fee*

dietro presentazione della parcella per l'attività di consulenza ricevuta con il conseguente divieto per il "proponente" di ricevere alcuna retrocessione di provvigione da parte dell'"emittente".

Tale fattispecie, possibile in via teorica, si scontra con la realtà e la dinamica del mercato assicurativo italiano.

Prima di tutto occorre considerare la composizione media del portafoglio di un agente che è costituita per più della metà da prodotti Rc Auto.

Stiamo parlando dell'unico prodotto retail del ramo danni di domanda, rispetto al quale il consumatore non solo non ha ancora quella "maturità finanziaria" tale da consentirgli di riconoscere e valorizzare economicamente un servizio di consulenza distinto dal valore economico del prodotto stesso, ma attribuisce spesso all'esborso per la copertura obbligatoria assicurativa il valore di un esoso balzello.

Inoltre quand'anche il consumatore fosse dotato della necessaria educazione che gli permetta di valorizzare entrambi i servizi (consulenza e distribuzione), un tale connubio, affinché possa essere competitivo sul mercato, dovrà presentarsi con un prezzo (*fee* + premio di polizza) inferiore alla tariffa media, pena non soltanto una "quotazione" che si collocherebbe fuori mercato, ma anche un esborso che andrebbe in contrasto con la *ratio legis* di puntare a una riduzione delle tariffe Rc Auto.

Associazione Nazionale Promotori Finanziari - ANASF

Maurizio Bufi

1. Il ruolo dei promotori finanziari nella distribuzione in Italia e in Europa

Nel settore della distribuzione finanziaria il modello di business fondato sull'attività dei promotori finanziari si caratterizza per una serie di elementi distintivi che fanno del promotore una figura essenziale di contatto e di supporto verso il risparmiatore. Per comprendere a pieno l'unicità del promotore finanziario – e, dunque, i punti di forza che contraddistinguono il relativo modello di distribuzione – occorre anzitutto definire i tratti fondamentali del contesto normativo ed economico in cui tale soggetto professionale opera.

In primo luogo, il carattere *sui generis* del promotore finanziario emerge in un'ottica comparata che guarda sia all'ambito europeo, sia all'ordinamento giuridico italiano, come ben evidenziato dalla ricerca dell'Università Bocconi presentata in occasione dell'evento *ConsulenTia 2014 - Professionisti in Capitale*, organizzato da ANASF lo scorso febbraio. L'atipicità rispetto al contesto europeo ha una spiegazione storica molto importante: se, da un lato, lo statuto normativo dell'agente collegato (*tied agent*) della direttiva MIFID appare infatti mutuato da quello del promotore finanziario, dall'altro il legislatore italiano ha a suo tempo scelto di recepire

la direttiva senza apportare modifiche significative alla disciplina nazionale, permettendo così a questa figura di conservare le proprie peculiarità. A tal riguardo, il tratto saliente dello statuto normativo del promotore finanziario è, come noto, l'esercizio professionale dell'attività di offerta fuori sede. Questa considerazione porta a rilevare le caratteristiche essenziali del modello distributivo basato sull'attività dei promotori finanziari: segnatamente, la professionalità e l'essere *trait d'union* tra l'intermediario e il cliente. A sua volta, la professionalità implica il possesso di una serie di conoscenze e competenze che sono anzitutto richieste in un'ottica di tutela del risparmiatore. Si pensi, ad esempio, alla consulenza fornita all'investitore: essenziale è la valutazione che, a partire dalla profilatura del cliente, porta all'individuazione degli strumenti e dei servizi finanziari più adeguati alle caratteristiche, alle necessità e agli obiettivi del risparmiatore. La professionalità del promotore, in quanto soggetto che materialmente si occupa della profilatura del cliente, risalta allora quale variabile critica per assicurare profondità nella conoscenza dell'investitore. L'identificazione del promotore finanziario nel suo essere *trait d'union* tra intermediario e cliente porta poi a evidenziare il ruolo strategico attribuito alla capacità di relazione di questo soggetto professionale. È infatti importante notare che tale capacità, oltre ad assicurare il successo economico del relativo modello distributivo, è anche interpretabile quale ulteriore elemento a beneficio del cliente: saper costruire una relazione di fiducia con il risparmiatore significa infatti contribuire alla sua crescita, anche e soprattutto per quel che attiene alla sua educazione finanziaria. Si tratta, a tal proposito, di un tema da sempre al centro dell'attenzione di ANASF, la cui importanza appare chiaramente ove si consideri il basso livello di *financial literacy* che ancora carat-

terizza l'investitore italiano medio. La recente indagine di ISPO Ricerche *Il promotore finanziario nella percezione dei risparmiatori*, presentata sempre in occasione di *ConsulenTia 2014 - Professionisti in Capitale*, volta a elaborare l'immagine del promotore finanziario presso i clienti bancarizzati italiani, ha rilevato che per i risparmiatori i driver di scelta di un promotore finanziario sono l'affidabilità, la fiducia, la conoscenza e la competenza. Non solo, dalla ricerca emerge che tre clienti su quattro fra coloro che si avvalgono di un promotore finanziario raccomanderebbero il proprio professionista di fiducia ad altri clienti.

Una volta instaurato il proprio rapporto di fiducia con il cliente, l'operato del promotore finanziario si traduce poi in un'attività di consulenza e di assistenza post-vendita che, al pari della fase preliminare di contatto e di collocamento, deve essere ispirata a criteri di professionalità e di acculturamento finanziario del risparmiatore. Al promotore è pertanto richiesta la capacità di apprezzare nel corso del tempo l'evoluzione delle caratteristiche e dei bisogni dell'investitore (anche, ad esempio, contribuendo all'aggiornamento della profilatura del cliente). Come si intuisce, è allora opportuno che la relazione con il risparmiatore sia ispirata a un approccio di tipo *life-cycle*, ossia a una strategia di investimento di medio-lungo termine volta a tenere conto della rilevanza delle scelte d'investimento che il risparmiatore è chiamato a effettuare nell'intero arco della propria esistenza.

Se, pertanto, questi sono i tratti essenziali del contesto in cui opera il promotore finanziario, restano da considerare le prospettive per il futuro. A tal proposito, esistono diversi indicatori relativi alla presenza di significativi margini di crescita che, come tali, definiscono le sfide future per il modello di business basato sulle reti di promotori finanziari. La già citata

ricerca dell'Università Bocconi ha infatti evidenziato le caratteristiche che differenziano il modello-rete rispetto al canale bancario tradizionale, individuabili nella capacità di attrarre clienti orientati all'acquisto di servizi ad alto valore aggiunto e nella maggiore flessibilità operativa. Sono dunque queste le leve su cui il modello delle reti può fare affidamento per proseguire la propria opera di consolidamento e di sviluppo. Altro ambito di crescita riguarda il servizio di consulenza: nella propria *Relazione annuale per l'anno 2013* la Consob ha infatti rilevato come questo servizio rimanga poco diffuso presso gli investitori retail e, soprattutto, si attesti ancora a livelli al di sotto di quelli raggiunti prima dello scoppio della crisi economica. Ne deriva, di conseguenza, l'imprescindibilità di progetti di ampio respiro volti a ripristinare la fiducia dei risparmiatori. Segnali incoraggianti a conferma del fatto che sia proprio questa la rotta da seguire provengono, del resto, dagli stessi dati presentati dalla Consob: tra il 2012 e il 2013 il ricorso al servizio di consulenza ha infatti segnato un certo aumento e, sempre nell'ultimo anno, si è registrato un aumento del livello di soddisfazione delle famiglie italiane per il servizio di consulenza finanziaria, segnando così un'importante inversione di tendenza rispetto agli ultimi anni.

Alla luce di tutte queste indicazioni, lo sforzo che la categoria dovrebbe percorrere è quello di continuare a svolgere in modo adeguato ed efficiente la propria professione nel migliore interesse del risparmiatore: un obiettivo la cui realizzazione passa attraverso un'attività che deve avere come punto di riferimento l'aggiornamento nel continuo delle proprie competenze e il costante focus sulle caratteristiche e sulle esigenze del risparmiatore.

Albo dei Promotori Finanziari - APF

Giuseppe Capobianco

1. La distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa: nuove regole e nuove sfide

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati da un contesto incerto, amplificato se non innescato dalla crisi finanziaria del 2008, con inevitabili ricadute anche a livello sociale.

In questo scenario un ruolo fondamentale è svolto dal legislatore che, sia a livello comunitario sia nazionale, continua a intervenire per migliorare il quadro normativo di riferimento e sostenere la maggiore protezione dell'investitore.

Il comparto dei promotori finanziari ha agito virtuosamente esercitando un ruolo di ammortizzatore degli effetti delle difficoltà dei mercati, assistendo i clienti nella gestione della loro emotività nelle scelte di investimento e conseguendo risultati importanti, probabilmente ben oltre le più rosee aspettative come vedremo nel seguito.

Il promotore finanziario (PF) svolge un ruolo frutto di un processo di trasformazione e sviluppo, in essere da quasi cinquanta anni (l'Albo esiste dal 1991 e l'attività è presente in Italia già dalla fine degli anni Sessanta), che lo ha condotto a essere un consulente del risparmio che svolge un'attività normata, cosiddetta riservata, vigilata, con importanti risvolti sociali. In effetti è sempre stato una figura professionale in evo-

luzione, nel senso della capacità di portare innovazione nel rapporto con la clientela e nell'approccio con la tematica degli investimenti.

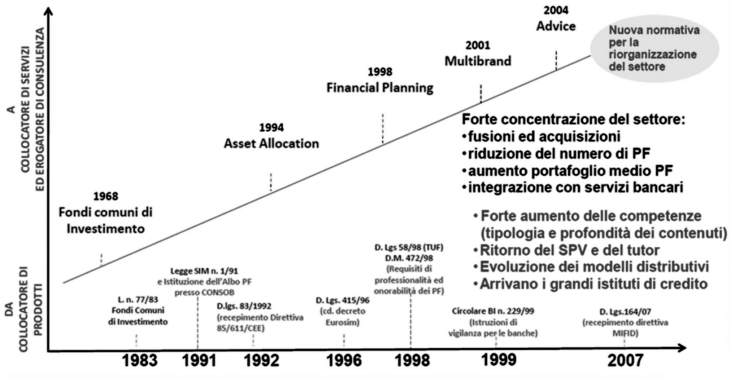
Già negli anni Novanta illustrava ai suoi clienti i benchmark dei fondi, l'*asset allocation* e la diversificazione di portafoglio, ne definiva i livelli di rischio sostenibile, utilizzava piattaforme informatiche per la pianificazione finanziaria e previdenziale, era la prima fonte di informazione finanziaria dei suoi clienti. Con i primi anni 2000 le reti di promotori hanno introdotto nella loro offerta il *multibrand* fino ad arrivare a proporre la consulenza sui portafogli, per conto degli intermediari, secondo un percorso che potrebbe definirsi lineare.

Del resto, le regole di comportamento imposte dall'attività di consulenza, quali il dovere di informazione verso il cliente e di comportamento equo e trasparente, sono fattori comuni alla pianificazione finanziaria. Le Reti mandanti non si sono risparmiate in termini di formazione e dotazioni informatiche e a livello di normativa l'Italia è stata la prima a regolamentare la promozione finanziaria. Le Autorità, all'interno di un processo circolare virtuoso, con numerosi interventi legislativi e regolamentari, hanno evidenziato la necessità di rafforzare la trasparenza tra i gestori dei fondi e il risparmiatore per il tramite del promotore, nell'ottica di sostenere e potenziare la fiducia dell'investitore.

Questo percorso ha progressivamente posto al centro del modello distributivo e della regolamentazione non più il prodotto ma il servizio prestato al cliente (da "logica di prodotto" a "logica di servizio") con finalità di tutela del risparmio. Da mero "collocatore di prodotto" in un sistema ancora (acerbo e) scarsamente regolamentato il ruolo si è gradatamente trasformato e ampliato a quello di "collocatore di ser-

vizi" ed "erogatore di consulenza", strumentale per la soddisfazione delle esigenze e il raggiungimento degli obiettivi del cliente.

Figura 1 - I PF della logica di prodotto alla logica di mercato



I PF costituiscono una "comunità" di 52.000 professionisti di cui circa 33.000 attivi che seguono oltre 3 milioni e mezzo di famiglie, per un patrimonio complessivo che a dicembre 2013 ha toccato la consistenza record di circa 279 miliardi di euro e una raccolta netta positiva di oltre 16 miliardi di euro, quota che non raggiungeva questi livelli da 13 anni[1].

Il 2014 si è aperto in continuità con i principali indirizzi di settore già emersi nel 2013. Non mancano tuttavia nuovi segnali da sottoporre alla verifica del tempo ai fini di una corretta lettura e interpretazione delle tendenze in atto.

La raccolta netta del mese di gennaio risulta in crescita del 30% rispetto a quella registrata nello stesso periodo nel 2013.

[1] ASSORETI, *Relazione Annuale 2013*.

Con riferimento ai provvedimenti dell'Albo, una matrice comune ai due periodi appare essere l'interesse delle banche verso il collocamento di prodotti e servizi tramite l'offerta fuori sede.

Prosegue, infatti, l'incremento del numero dei candidati alle prove valutative di idoneità alla professione di promotore, in parte dovuto alla presenza di esaminandi di matrice bancaria.

È significativo ricordare che la prova di idoneità alla professione di promotore finanziario è un esame totalmente informatizzato, svolto in forma anonima e basato su un database di 5.000 quesiti equamente ripartito in materie attinenti alle aree previdenziale e assicurativa, finanziaria e di gestione degli investimenti, creditizia.

Le iscrizioni di diritto (cioè per il possesso degli stringenti requisiti professionali previsti dal d.m. n. 472/1998) hanno toccato la percentuale del 70%, ribaltando il dato del 2013 che si fermava al 25%, e i nuovi mandati riferiti a promotori dipendenti di banca si mantengono al 60% del totale dei nuovi mandati. Aumenta considerevolmente la presenza femminile nei nuovi ingressi dell'Albo.

Quanto rappresentato sono fatti e numeri importanti ma in generale sembra mancare la piena e corretta percezione del ruolo e dell'importanza dell'attività svolta dai promotori. Sempre a livello di addetti ai lavori è nota anche la figura di un altro professionista, il consulente finanziario (CF). Risale al 30 giugno 2008 la prima previsione di istituzione dell'Albo e del relativo Organismo in virtù del decreto legislativo n. 164 del 2007 di attuazione della direttiva 2004/39/Ce relativa ai mercati degli strumenti finanziari, firmato dall'allora Presidente del Consiglio dei Ministri Prodi e dal Ministro dell'Economia e delle Finanze Padoa Schioppa. Tali termini so-

no stati posticipati con vari interventi successivi e l'ultima proroga, che consente a tali soggetti (persone giuridiche e fisiche) di continuare a svolgere il servizio di consulenza in materia di investimenti, è stata disposta al 30 giugno 2014.

L'annunciata (da MEF e CONSOB) ipotesi di annessione dell'Albo dei consulenti finanziari a quello già operativo dei promotori finanziari e l'attribuzione ad APF della funzione di vigilanza potrebbero dare una svolta all'intero assetto del settore. Si può in effetti affermare che la consulenza esercitata dal promotore o dal consulente finanziario sia in realtà la rappresentazione di un servizio che si differenzia nelle modalità organizzative con cui viene erogato, al punto che sono in corso proposte di modifica della denominazione di "promotore finanziario", ritenendosi tale dizione non più adeguata a connotare il servizio prestato.

Semplificando solo per esigenze di divulgazione, PF, CF, agenti assicurativi, broker assicurativi, agenti in attività finanziarie, mediatori creditizi agirebbero sotto tre organismi distinti ma collegati in termini di modalità di accesso alla professione, formazione e aggiornamento, controlli, economie di scala, condivisione delle curve di esperienza, semplificazione burocratica. I tre organismi opererebbero a loro volta sotto la vigilanza delle Autorità competenti: Banca d'Italia, CONSOB, IVASS. Il risultato non potrebbe che essere uno, anzi tre: un modello di massima efficienza e di razionalizzazione nel settore della distribuzione in grado di favorire la tutela del risparmiatore, la professionalità degli operatori e un assetto ordinato di competenze e attribuzioni fra Autorità e Organismi.

Associazione dei Mercati Finanziari - ASSIOM FOREX

Giacomo Bortolossi, Raimondo Marcialis, Maurizio Primanni[*]

1. Il risparmio di lungo periodo: finalità e possibili evoluzioni

L'evoluzione legislativa in Europa – oggi più omogenea per effetto della normativa comunitaria – non ha ancora raggiunto il grado di uniformità necessario a garantire un uguale livello di accesso ai vari sistemi pensionistici obbligatori per gli oltre 300 milioni di cittadini dell'Unione.

Le diversità a livello di legislazione nazionale permangono ancora forti, e forti rimangono le abitudini e le resistenze a un processo di cambiamento il cui risultato è tutt'altro che scontato, anche se vi è condivisione a livello politico circa l'ineluttabilità del processo di convergenza che dovrà portare via via a un innalzamento progressivo dei requisiti di età e contribuzione.

Il nostro Paese – con la riforma Monti-Fornero – ha previsto "l'indicizzazione" dei limiti per l'accesso alla pensione pubblica, prevedendo l'adeguamento automatico dei requisiti di contribuzione minima richiesti per la quiescenza alla speranza di vita. La riforma ha dunque previsto una sorta di "traguardo mobile" che si sposterà progressivamente in

[*] Il paragrafo 1 è di Giacomo Bortolossi, il 2 di Raimondo Marcialis e Maurizio Primanni.

avanti con il trascorrere del tempo. Questo meccanismo – i cui benefici si faranno sentire progressivamente nel corso del tempo – permetterà al nostro sistema previdenziale pubblico un equilibrio tecnico duraturo, con consistenti risparmi in termini di contenimento del debito pubblico.

La riforma testé citata ha agito sul versante delle previdenza obbligatoria di primo pilastro (INPS), rinviando a un secondo momento l'intervento volto a definire un sistema alternativo per i risparmiatori intenzionati a sottoscrivere piani finanziari di lungo periodo ovvero polizze previdenziali.

Ad onor del vero in Italia non manca un quadro normativo certo in materia di previdenza complementare: la legge – che nella sua versione attuale risale al 2005 – prevede l'adesione su base volontaria mediante opzioni distinte in funzione dell'adesione prescelta (collettiva o individuale). Esiste inoltre la possibilità di aderire anche mediante l'impiego del trattamento di fine rapporto. Nei fatti, però, il tasso di adesione alla previdenza complementare è ancora lontano dal traguardo che l'allora ministro del Lavoro auspicava di raggiungere fin dall'epoca di entrata in vigore della legge. Le cause del mancato successo sono fondamentalmente ascrivibili:

1. all'irreversibilità della scelta del conferimento del TFR;
2. alla portabilità del contributo datoriale;
3. alla limitata possibilità di riscatto del capitale maturato.

I piani di risparmio a lungo termine – preconizzati dalla normativa del 2011 dell'allora ministro Tremonti – godendo di un'aliquota di tassazione sulle plusvalenze pari a quella prevista per Titoli di Stato, avrebbero dovuto garantire uno strumento idoneo a formare quel risparmio di lungo periodo finalizzato alla costituzione della provvista finanziaria indispensabile per il fabbisogno dell'età senile. Purtroppo a oggi questa fattispecie è rimasta ancora lettera morta.

In entrambi i casi sopra rappresentati la fiscalità premiante rappresenta il fulcro da cui la normativa dovrà prendere le mosse per rendere appetibile l'offerta.

La finalità di risparmio di lungo periodo è propria anche delle cosiddette polizze finanziario-assicurative: le polizze di ramo 3° e 5° meglio conosciute come polizze *unit* o *index-linked* e le polizze di capitalizzazione finanziaria. Il nostro legislatore ha tuttavia ritenuto opportuno assoggettare questi prodotti alla disciplina della MIFID – nonostante a livello comunitario questa direttiva non sia concepita per il settore assicurativo – in virtù del fatto che la principale finalità di queste polizze risulta quella di un investimento finanziario ancorché collegato a esigenze di accumulo nel lungo periodo ovvero a finalità previdenziali.

Trovare soluzioni per il risparmio con lunghi orizzonti temporali, anche per incrementarne la relativa consistenza, è fondamentale per il nostro Paese soprattutto in un periodo di crisi come quello attuale. È noto infatti che la percentuale di risparmio delle famiglie italiane è per lo più rivolta a impieghi di breve o brevissimo periodo (obbligazioni a breve termine, depositi, conti vincolati, ecc.) a scapito di forme d'impiego di più lungo periodo (fondi comuni, fondi previdenziali, polizze). Questa caratteristica del nostro sistema finanziario domestico determina una forte "bancarizzazione" di tutto il tessuto economico posto che le imprese – soprattutto quelle piccole e medie – non avendo accesso diretto al mercato dei capitali, sono costrette a ricorrere quasi esclusivamente al sistema bancario risultandone, pertanto, completamente dipendenti.

De iure condendo sarebbe pertanto auspicabile che il legislatore, comunitario e domestico (in Europa la situazione non è troppo dissimile dalla nostra), modifichino il sistema attuale:

– estendendo la possibilità, recentemente attribuita alle società di assicurazione per la copertura delle riserve, di investire le proprie disponibilità in strumenti di finanziamento delle PMI anche ai fondi pensione e a tutte le tipologie di gestioni istituzionali;
– creando le condizioni affinché l'esigenza di credito delle PMI trovi la possibilità di incontrare la richiesta di impiego dei risparmiatori, con riferimento soprattutto alle esigenze di lungo termine.

Una minore dipendenza del mondo dell'impresa da quello bancario consentirebbe una modernizzazione effettiva e una più rapida evoluzione verso il più efficiente modello anglosassone. Le recenti innovazioni normative in tema di minibond, cambiali finanziarie e crowdfunding vanno nella giusta direzione e vanno sostenute e ampliate.

Questo nuovo sistema – se attentamente regolamentato e vigilato – consentirebbe un recupero di fiducia e di entusiasmo dei risparmiatori verso forme di impiego di medio-lungo periodo; l'acquisizione di rendimenti mediamente più elevati, accomunata alla consapevolezza di contribuire con il proprio risparmio al rilancio dell'economia del Paese, fornirebbe una motivazione aggiuntiva per preferire l'investimento domestico a quello esotico concentrando le risorse disponibili "in casa propria".

Per perseguire questo scopo è indispensabile rimodulare la fiscalità di tutto il comparto, rendendola premiante per le forme di impiego a "lungo raggio". È argomento ormai trito quello della necessità di una fiscalità maggiormente incentivante per i Fondi Pensione; le Gestioni Separate Assicurative meriterebbero anch'esse una tutela più ampia e vantaggiosa; i Fondi Comuni potrebbero trovare nella tassazione differenziata, in funzione della permanenza nello strumento, una

spinta alla stabilità e alla vocazione di strumento di lungo termine.

Sintetizzando potremmo dire che tutti gli attori in gioco dovranno dunque recitare al meglio la propria parte per riformare efficacemente il sistema:

- la politica dovrà favorire una fiscalità ancora più generosa;
- le Authority dovranno semplificare i processi;
- l'industria finanziaria dovrà esprimersi al livello più alto;
- la distribuzione dovrà superare con serietà i conflitti di interesse guardando con rinnovata attenzione all'interesse del cliente.

Se tutto questo avverrà, vuol dire che avremo posto le basi per quella crescita di lungo periodo che in questo momento tutti invochiamo.

2. Evoluzione delle normative a tutela degli investitori tra RDR e MIFID Review

Il significativo cambiamento nelle politiche di servizio e di prodotto degli intermediari finanziari provocato dall'emanazione della MIFID si manifesta senza soluzione di continuità a seguito della continua innovazione normativa e per le differenti modalità di recepimento nei diversi ordinamenti europei delle politiche di tutela degli investitori. In attesa della MIFID Review in Gran Bretagna è stata adottata la Retail Distribution Review che comporta una più severa politica in tema di tutela degli investitori e il cambiamento delle politiche economiche degli operatori. Nel presente contributo si fa il punto sui principali elementi di valutazione delle normative focalizzandosi in particolare sui cambiamenti attesi e in corso

di realizzazione delle politiche di servizio alla clientela in tema di servizi d'investimento. In particolare possiamo ritenere che gli esiti derivanti dalla adozione della RDR Britannica potranno ulteriormente influenzare il normatore italiano ed europeo nei prossimi anni.

Questo contributo accompagna il *Quaderno di ricerca sulla consulenza finanziaria* curato dalla "Commissione Consulenza e Risparmio Gestito" di ASSIOM FOREX, attualmente in distribuzione.

2.1 Un quadro di insieme delle normative Eu a tutela degli investitori

La fiducia degli investitori nel sistema finanziario è stata fortemente scossa dalla crisi e di conseguenza è significativamente aumentata l'attenzione della clientela allo stato di salute dei suoi risparmi e al livello di servizio garantito dagli intermediari finanziari.

È opinione condivisa a livello internazionale da tutti gli organismi di vigilanza e regolamentazione che nell'immediato futuro sarà sempre più rilevante assicurare l'adeguatezza delle scelte di investimento, instradandole all'interno di uno schema regolamentare coerente, adeguato e trasparente.

In particolare i paesi europei stanno affrontando il tema attraverso due normative: MIFID Review per i paesi dell'Unione europea e Retail Distribution Review (RDR) per i paesi anglosassoni.

Le proposte della Commissione europea sulla revisione della MIFID (MIFID Review) focalizzano gli interventi in particolare sulle modalità di pagamento delle commissioni tra società prodotto e intermediari (SGR, SIM, ecc.). Si sta approfondendo l'ipotesi di vietare agli intermediari che svolgono

consulenza indipendente di accettare forme di incentivo e permettere alle società prodotto di pagare commissioni ai soli intermediari che svolgono una consulenza di tipo ristretta (legata a prodotti di una o più società prodotto); sarà lasciata comunque amplia scelta agli stati membri di applicare eventuali regimi più stringenti.

In Uk la RDR, in atto dal 31 dicembre 2012, abolisce il pagamento delle commissioni implicite nel prodotto in favore di un meccanismo di pricing esplicito del servizio di consulenza, il quale prevede tariffe concordate con il cliente prima dell'erogazione del servizio.

Gli effetti della RDR sugli intermediari Uk potrebbero essere simili a quelli che riguarderanno intermediari e investitori europei una volta che la MIFID Review sarà recepita a livello nazionale, con conseguenti fondamentali cambiamenti alle modalità con cui i prodotti di investimento sono distribuiti sul mercato.

Stato di avanzamento della regolamentazione nei principali paesi continentali

Regno Unito

Le nuove regole hanno permesso di passare da un regime di collocamento/consulenza a uno esclusivamente di consulenza e consentito l'auto qualificazione degli addetti con l'imposizione di specifici criteri professionali e di indicazione del perimetro di attività. Inoltre, l'abolizione del pagamento delle commissioni/retrocessioni dalle società prodotto hanno spinto i consulenti finanziari ad adottare modelli basati su commissioni di pagamento concordate con il cliente.

Olanda

Ad oggi, il divieto sulle commissioni, si applica sui prodotti assicurativi e mutui e sarà esteso a fondi e altri prodotti di risparmio gestito nel 2014 prima dell'entrata in vigore della MIFID II. Comunque, le principali banche distributrici si stanno già muovendo in vista della regolamentazione.

Belgio

La recente legislazione vieterebbe il pagamento delle commissioni implicite per la consulenza indipendente e per la gestione discrezionale del portafoglio, ma non per gli intermediari che svolgono una consulenza di tipo ristretta.

(segue)

(continua)

Svezia
Le autorità hanno annunciato che stanno rivedendo la distribuzione al dettaglio facendo esplicitamente riferimento alla RDR in vigore nel Regno Unito.

Germania
Le modifiche nel segmento della consulenza finanziaria sono state confinate agli obblighi di informazione. In attesa di eventuali cambiamenti "MIFID II", la normativa consente il pagamento delle commissioni soggette a maggiori livelli di trasparenza. Nel medio-lungo termine ogni passo per seguire l'Olanda e il Regno Unito, garantendo il divieto di pagamento delle commissioni, sarà utile per una maggiore implementazione della MIFID II.

Francia
La Francia sostiene il divieto dei pagamenti degli incentivi per la gestione discrezionale del portafoglio. Le autorità francesi si sono concentrate sulla tutela degli investitori attraverso una maggiore trasparenza informativa su tutti i prodotti di risparmio.

Svizzera
La Svizzera pur non rientrando tra i paesi Eu è probabilmente influenzata dagli sviluppi europei sul divieto delle commissioni. Di recente è stato confermato che i gestori del portafoglio discrezionale non possono trattenere commissioni.

2.2 Principali contenuti della RDR ed effetti della sua introduzione sul mercato Uk

2.2.1 Principali contenuti della RDR

La Retail Distribution Review introduce la distinzione tra diverse tipologie di consulenza.

a. Consulenza indipendente: si fonda su un'analisi completa dell'intero mercato di riferimento e ha a oggetto tutti quei prodotti di investimento sui quali un cliente al dettaglio si aspetta di ricevere il relativo servizio di consulenza.

b. Consulenza ristretta: si riferisce unicamente a una gamma di prodotti di una o più società prodotto, senza prendere in considerazione l'intero mercato di riferimento.

c. Consulenza semplificata: processo di investimento guidato nell'ambito del quale le raccomandazioni personalizzate sono rese agli investitori in relazione a un predefinito gruppo di strumenti finanziari a basso rischio e sulla base

di una procedura di valutazione di adeguatezza semplificata.

d. Consulenza base: forma di consulenza volta alla distribuzione di alcune specifiche tipologie di prodotti; in tal caso è posta al cliente una serie di domande predefinite su reddito, risparmio e altre informazioni utili a identificare le sue priorità finanziarie, senza tuttavia una valutazione complessiva delle sue esigenze e una consulenza in merito alla possibilità che altri prodotti finanziari possano soddisfarle.

Inoltre la normativa per supportare l'erogazione di un servizio di consulenza di qualità, stabilisce anche una serie di informative che dovranno essere prodotte per aumentare il livello di *trasparenza verso gli investitori*:

– informativa al cliente sulla natura del servizio di consulenza offerto;
– informativa resa per iscritto prima della prestazione del servizio, utilizzando espressamente i termini "consulenza finanziaria indipendente" e "consulenza ristretta";
– qualora la consulenza sia prestata in forma ristretta, l'informativa deve essere resa anche in forma orale e deve indicare il nome della società per la quale lavora il consulente e la gamma prodotti sui quali è prestato il servizio;
– qualora le società prestino entrambe le forme di consulenza, devono essere chiarite al cliente le differenze tra le due modalità di prestazione del servizio; queste società non possono presentarsi come soggetti indipendenti con riferimento alla loro attività complessivamente considerata.

Le innovazioni regolamentari più rilevanti riguardano, come anticipato, la *remunerazione del servizio di consulenza*, a proposito della quale viene stabilito:

– obbligo dei consulenti di concordare la propria remunerazione direttamente con il cliente;

– i consulenti devono articolare le proprie commissioni non in base ai prodotti venduti, bensì ai servizi prestati (le commissioni non devono variare in modo ingiustificato a seconda del prodotto offerto quando esistono prodotti succedanei);
– i consulenti possono prevedere delle commissioni da corrispondere in via continuativa, purché anche il servizio di consulenza sia prestato in modo costante;
– divieto per i consulenti di accettare commissioni dalle società prodotto, anche se retrocesse al cliente;
– divieto per le società prodotto di corrispondere ai consulenti commissioni, pagamenti o altre forme di incentivo;
– possibilità per le società prodotto di offrire strumenti che consentano comunque di dedurre dall'investimento, retrocedendole ai consulenti, le commissioni che queste concordano con i clienti; in tal modo le società prodotto non hanno alcun ruolo nella definizione della remunerazione della consulenza e, dunque, non hanno la possibilità di influenzare il contenuto delle raccomandazioni.

Da ultimo, riguardo al profilo di competenze ed esperienze dei consulenti finanziari, sono state introdotte dalla RDR nuove regole per l'acquisizione e il mantenimento nel tempo dell'abilitazione all'esercizio della professione; tali norme sono volte a rafforzare i *requisiti di competenza e professionalità dei consulenti* e dovranno essere applicate a tutti coloro che prestano consulenza indipendente o ristretta.

2.2.2 Effetti della RDR

La Retail Distribution Review cambia radicalmente le modalità di distribuzione dei prodotti di investimento in Uk.

Il nuovo modello di servizio basato sulla consulenza, la presenza di consulenti sempre più qualificati, un nuovo mo-

dello di remunerazione (non più implicito nei prodotti di investimento ma frutto di un trasparente accordo tra consulente e cliente) e infine una maggiore trasparenza sui servizi offerti sono elementi evolutivi che ridisegnano il business model di tutti gli intermediari finanziari anglosassoni.

I principali player Uk hanno predisposto una serie di supporti formativi e strumentali finalizzati a guidare le loro reti commerciali verso il cambiamento del modello di servizio.

In particolare dall'analisi delle azioni messe in campo, possiamo derivare un framework di interventi articolato intorno ai seguenti ambiti:

1. formazione dei consulenti finanziari all'adozione del nuovo modello di servizio. Sono stati previsti programmi formativi per arricchire ed evolvere le competenze dei venditori e favorire l'adozione di un approccio al cliente maggiormente consulenziale. Lo sviluppo dei contenuti formativi è consistito spesso nell'illustrare ai venditori sia i vincoli operativi, sia le possibili opportunità commerciali derivanti dalla nuova normativa. All'apprendimento teorico sono stati poi associati frequenti momenti di *training on the job* e sessioni di *coaching* con esperti di modelli di consulenza, per supportare operativamente l'evoluzione dei comportamenti e delle modalità di lavoro delle risorse di *front-line*;
2. predisposizione di strumenti utili per gestire il nuovo modello di servizio. Per l'adozione del nuovo modello di servizio basato sulla consulenza sono stati messi a disposizione dei consulenti nuovi supporti strumentali dedicati sia a ottenere una migliore programmazione e gestione delle attività consulenziali, sia a favorire la relazione con i clienti. Tali supporti consistono sia in tool di analisi dei bisogni e definizione degli obiettivi e delle soluzioni di consulenza

alla clientela, sia in strumenti di monitoraggio della qualità della consulenza erogata ai clienti, in modo da favorirne la fidelizzazione nel tempo. Da segnalare anche strumenti particolarmente innovativi come i tool di pricing della consulenza, attraverso i quali il consulente finanziario è guidato nella definizione del più adeguato pricing da attribuire al cliente per il proprio servizio di consulenza; tale pricing sarà il combinato disposto sia della complessità del servizio e del tempo erogato dal consulente al cliente, sia del valore potenziale del cliente stesso;

3. introduzione di nuovi servizi digitali e multicanale di prevendita e post-vendita, per favorire la focalizzazione della relazione tra cliente e consulente sulla sola consulenza finanziaria: i player di mercato hanno integrato i loro modelli di offerta con soluzioni digitali e multicanale, al fine sia di migliorare la relazione con i clienti, i quali hanno opportunità di fruizione di alcuni servizi di base anche in modalità self-service, sia di liberare tempo ai consulenti finanziari, che potranno focalizzare maggiormente la loro azione sulle attività a maggior valore aggiunto per il cliente.

2.2.3 Potenziali sviluppi futuri

Al momento l'introduzione della RDR ha portato, sul mercato Uk, a una caduta significativa del numero di Promotori Finanziari. Uno studio dell'Association of Professional Financial (APFA) evidenzia come il numero di Financial Advisor sia sceso da 26.339 a 23.865 del 2012. Sebbene il numero dei singoli Financial Advisor sia diminuito, il numero delle società di consulenza è aumentato del 3% nel 2012.

Per il futuro nel mercato Uk, con la completa manifestazione degli effetti della normativa RDR, possiamo attenderci:

– lo sviluppo sempre maggiore delle qualifiche professionali

dei consulenti. Difatti, tutti i consulenti finanziari che esercitano una consulenza indipendente o ristretta devono essere in possesso delle qualifiche che soddisfano, in termini di titoli di studio, il livello 4 del "Qualifications and Credit Framework (QCF)". Al fine di raggiungere tali qualificazioni, molte società di consulenza finanziaria prestano attenzione e considerano strategica la formazione dei propri consulenti che devono aggiornarsi regolarmente, in termini di competenze tecniche, attraverso la formazione e lo sviluppo continuo;

– il conseguente innalzamento del livello qualitativo del servizio di consulenza offerto, con sempre maggiore attenzione del consulente al profilo di rischio dei clienti e all'ottimizzazione delle loro scelte d'investimento.

Va segnalato, tuttavia, che le misure di tutela della RDR potrebbero produrre anche delle implicazioni contraddittorie, sia positive che negative per gli investitori retail:

– l'abolizione delle commissioni implicite e degli incentivi probabilmente spingerà infatti i consulenti a essere maggiormente orientati al servizio al fine di essere più competitivi e mantenere la clientela acquisita, e conseguentemente garantirà al mercato l'erogazione di un servizio di consulenza più equo;
– allo stesso tempo tuttavia, l'introduzione di tariffe di consulenza anticipatamente concordate, potrebbe influire negativamente nelle scelte di investimento dei clienti, spingendoli a preferire più frequentemente la modalità "fai da te", con conseguente rischio di scelte di investimento più rischiose e meno redditizie, a causa della mancanza di esperienza. Il sistema rigido delineato dalla RDR inoltre potrebbe provocare degli aumenti di costo del servizio per il risparmiatore finale; l'aumento del prezzo rifletterà la

maggiore trasparenza e l'eliminazione del conflitto di interesse previsto dalla normativa.

2.3 MiFid Review: presupposti, stato dell'arte e potenziali sviluppi sul mercato italiano

2.3.1 Presupposti della MiFid Review

La "Market in Financial Instruments Directive" (MiFid), che è stata recepita nell'ordinamento italiano nel 2007, risponde all'esigenza di creare un terreno competitivo uniforme tra tutti gli intermediari finanziari dell'Eu, senza pregiudicare la necessaria protezione degli investitori e la libertà di svolgimento dei servizi di investimento in tutta la Comunità.

Il principio cardine della MiFid, la "centralità del cliente", stabilisce che nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari devono sempre agire al fine di servire al meglio gli interessi dei loro clienti.

Dalla centralità del cliente, quale destinatario dei diversi servizi prestati dagli intermediari finanziari, discende la necessità di assicurare un contesto competitivo e trasparente dell offerta dei servizi di investimento, in cui lo stesso cliente possa decidere su base informata la proposta maggiormente coerente con le proprie esigenze.

Viene previsto inoltre che gli intermediari che prestano il servizio di investimento debbano documentare nell'informativa corrisposta al cliente la disciplina degli incentivi applicata secondo quanto stabilito nella MiFid.

La proposta di revisione della MiFid, "MiFid Review", mira a confermare lo stesso principio cardine della centralità del cliente, aumentandone ulteriormente la tutela nelle scelte d'investimento; a tal riguardo la normativa si focalizza sul rafforzamento di diversi aspetti cruciali:

– requisiti più rigorosi per gli intermediari: regole di condotta e di governo aziendale;
– l'estensione dell'applicazione delle norme a prodotti e servizi originariamente non inclusi;
– l'innalzamento della protezione per i clienti al dettaglio;
– maggiori poteri di vigilanza alle Autorità.

Aspetti da segnalare per la evoluzione dei modelli di servizio degli intermediari sono i seguenti:

a. contenuto della consulenza. Si introduce una più ampia scelta di prodotti da sottoporre a valutazione di adeguatezza delle scelte di investimento del cliente e una maggiore attenzione alla figura del consulente indipendente;

b. ulteriore delimitazione degli incentivi. Si introduce nella prestazione del servizio di consulenza indipendente il divieto di retrocessione delle commissioni dagli emittenti al consulente (non accetta né riceve onorari, commissioni o altri benefici monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti), anche se al contempo si preserva la possibilità per gli intermediari di prestare consulenza, in relazione a un'area più o meno ampia di strumenti finanziari, ricevendo compensi da terzi anche nella forma di retrocessioni commissionali;

c. disciplina delle politiche commerciali e di incentivazione. Si prevede che gli Stati Membri dell'Eu prescrivano che l'organo di gestione di un'impresa di investimento provveda affinché essa sia gestita in modo sano e prudente, anche mediante il monitoraggio e la valutazione periodica degli obiettivi strategici della stessa e la definizione di politiche commerciali e di incentivazione coerenti con i principi di tutela delle scelte di investimento della clientela.

L'ESMA, European Securities and Markets Authority, nel

giugno del 2013 con gli orientamenti in tema di "Politiche e prassi retributive" ai sensi della Direttiva MiFid ha già posto l'attenzione sulle sul tema degli economics in relazione alle politiche di promozione dei prodotti finanziari evidenziando la necessità di garantire che gli interessi dei clienti non vengano compromessi dalle politiche e dalle prassi retributive adottate dall'impresa nel breve come nel lungo termine.

In particolare le politiche e le prassi retributive dovranno quindi essere elaborate in modo tale da non favorire gli interessi degli operatori o gli interessi dell'impresa a scapito dei clienti, evitando di creare politiche e prassi inutilmente complesse o collegando la retribuzione alla vendita di specifici strumenti finanziari o di una specifiche categorie di strumenti finanziari.

2.3.2 Potenziali sviluppi sul mercato italiano

Gli intermediari del mercato italiano, stanti i contenuti sopra menzionati della MiFid Review, dovranno presumibilmente realizzare interventi significativi di adeguamento dei loro modelli di servizio, infatti al momento esistono ancora profondi deficit nell'applicazione della stessa normativa MiFid.

La Consob, nella sua attività di vigilanza sull'applicazione della MiFid, ha più volte evidenziato tali criticità, che è utile ricordare qui di seguito.

Criticità in materia di consulenza

- consulenza abbinata alla distribuzione formalmente gratuita (necessità di gestione dei conflitti di interesse per le retrocessioni commissionali dalle società prodotto);
- abbinamento sistematico della consulenza ai "servizi ese-

cutivi" in una logica *one shot* piuttosto che di pianificazione finanziaria;
– mancata definizione nel contratto del perimetro della consulenza ("offerta di servizio");
– consulenza solo su prodotti *branded*;
– possibilità di elusione:
  • mancanza di un "controllo di adeguatezza bloccante";
  • elevata incidenza di "iniziative cliente";
  • ricorrenti profilature del cliente;
  • mancata tracciabilità del rapporto;
– consulenza "distributiva" non presidiata;
– scarsa strutturazione del processo produttivo nella produzione di raccomandazioni (ampia discrezionalità del personale di *front-end*).

Criticità in materia di valutazioni di adeguatezza

– modelli di valutazione di tipo "sintetico" con:
  • mappatura prodotti talvolta "anagrafica";
  • elementare censimento della clientela;
  • mancata considerazione dell'*holding period*;
– adeguatezza per operazione e non per portafoglio;
– scarsa attenzione ai profili di concentrazione/diversificazione del rischio;
– adeguatezza differenziata per titoli captive.

Criticità in materia di strategie e politiche commerciali

– catalogo prodotti e budget fondati su esigenze dell'intermediario e non sui bisogni della clientela (mancata valorizzazione del data-base sul profilo-clienti per adeguatezza);
– budget in logica top-down;
– forte orientamento ai prodotti captive;

– forte differenziazione dei *pay-in* fra prodotti;
– incentivi al personale su criteri quantitativi di prodotto.

Un'adeguata applicazione dei nuovi dettami della MiFid Review in Italia non potrà prescindere da un preliminare superamento delle criticità sopra menzionate; sul tema occorre che gran parte degli intermediare finanziari del nostro Paese intervengano fin da subito e con determinazione al fine di limitare i rischi attesi.

In sintesi estrema ravvisiamo la possibilità che si manifestino tre principali tipologie di rischio:

1. rischi di non conformità. Le criticità evidenziate dalla vigilanza e sopra esposte si potranno tradure in rischi significativi di sanzioni e costi di adeguamento dei processi di realizzazione del servizio di consulenza. A questi dobbiamo aggiungere i potenziali rischi di contenzioso con la clientela che, stando alle esperienze nei mercati anglossassoni tendono a crescere in termini di numero e valore e si manifestano con una parziale decorrelazione rispetto l'andamento dei mercati finanziari;
2. rischi operativi. La mancata pianificazione e organizzazione del processo di consulenza può generare significativi costi e rischi fino al fallimento del servizio in questione. Le prime esperienze di realizzazione del servizio hanno dimostrato come il mero adeguamento formale alle richieste del normatore si sia rivelato come fonte di costi improduttivi e maggiori complessità operative e commerciali;
3. rischio di business. L'innovazione normativa e la *moral suasion* esercitata dalla vigilanza si potrebbero tradurre in una ulteriore contrazione dei margini che potrebbe essere importante nel caso di cambiamento profondo del modello di remunerazione degli intermediari; la spinta della concorrenza di operatori specializzati nei servizi di investi-

mento potrebbe ridurre ulteriormente la fidelizzazione della clientela esistente.

Per un approfondimento sui modelli organizzativi si rimanda al *Quaderno di ricerca sulla consulenza finanziaria* curato dalla Commissione Consulenza e Risparmio Gestito di Assiom Forex, in corso di stampa.

Bibliografia

Ascosim, D'Apice R. (2011), *Consulenza finanziaria e risparmio gestito: un quadro normativo in movimento*, 23 marzo.

BlackRock (2012), *Retail Distribution Review: Looking Ahead*, novembre.

– (2013), *Regulatory Developments in Europe: 2013 Update and Analysis*, giugno.

Consob, Musella G. (2013), *Consulenza in materia di investimenti ed evoluzione del quadro normativo. Aspetti critici e opportunità*, 20 marzo.

D'Arco F. (2013), "Il prezzo vale la Rdr?", in *Advisor*, 15 novembre.

Esma (2013), *Orientamenti su "Politiche e prassi retributive"*, 3 giugno.

Incorvati L. (2013), "Quanto vale la lezione inglese", in *Il Sole 24 Ore*, 6 aprile.

Persola M. (2013), "Advisor, crolla il numero di consulenti", in *Advisor Professional*, 18 marzo.

Associazione delle Società di Collocamento di Prodotti Finanziari e Servizi di Investimento - ASSORETI

Filippo Parrella, Marco Tofanelli

La ricerca del CASMEF sulla distribuzione dei prodotti finanziari in Italia e in Europa pone in risalto la tendenza delle reti dei promotori finanziari a spaziare verso forme di consulenza ad architettura aperta. Dopo la MIFID, circa il 90% dei clienti delle reti di promotori finanziari ha stipulato un contratto di consulenza. Il dato si basa su un campione significativo ed esprime una tendenza importante in ordine a una conversione che è avvenuta nell'industria della distribuzione, conseguenza di una ridefinizione del servizio di consulenza operata dalla MIFID. Il legislatore comunitario ha infatti dilatato i confini di questo servizio al fine di ricomprendervi anche le raccomandazioni effettuate fuori sede ai clienti dai promotori finanziari. L'obiettivo, pienamente riuscito alla luce del dato sopra riferito, è stato quello di assicurare a tutti i clienti che ricevono raccomandazioni personalizzate, indipendentemente da chi e da come le fornisca – soggetto operante su base indipendente o meno – la protezione più elevata sottesa alla regola di adeguatezza che si applica al servizio di consulenza. L'atteggiamento pragmatico alla base della MIFID ha dunque trovato accoglimento nel mercato della distribuzione in Italia attraverso gli intermediari che operano con le reti dei promotori finanziari.

Il rapporto a valle tra intermediario e investitore, quando

è filtrato dal promotore finanziario, si esplica, pertanto, nel segno della consulenza. Rispetto a essa assumono carattere servente tutti gli altri servizi a carattere esecutivo attraverso i quali vengono compiute le operazioni consigliate (ricezione e trasmissione di ordini al collocatore o al negoziatore, esecuzione di ordini, negoziazione per conto proprio). Il servizio di collocamento tende, invece, a rimanere sempre più confinato a qualificare il rapporto che può instaurarsi a monte fra l'intermediario consulente e l'emittente.

Parallelamente all'evoluzione dell'attività si è andata evolvendo anche la figura del promotore finanziario. Con il decreto attuativo della MiFid quest'ultimo è stato infatti ridefinito come il soggetto che presta professionalmente l'offerta fuori sede in qualità di agente collegato, e, ai sensi della MiFid, agente collegato come colui che promuove, colloca e raccomanda strumenti finanziari per conto dell'intermediario per il quale opera. Si è avuto così il riconoscimento normativo dello svolgimento del servizio di consulenza da parte del promotore finanziario. Questi, più in particolare, presta consulenza per conto dell'intermediario, dunque, con le stesse caratteristiche e modalità con cui la presta l'intermediario. Fra tali modalità è compresa anche la consulenza "su base indipendente", caratterizzata dal fatto di spaziare su un ampio ventaglio di strumenti finanziari e di essere remunerata esclusivamente dal cliente investitore.

La normativa da un lato e il mercato dall'altro si sono evoluti, dunque, nella direzione di individuare nelle reti di promotori finanziari i soggetti che prestano fuori sede il servizio di consulenza. Si pone ora un'esigenza di adeguamento del lessico normativo a questo scenario, essendo divenuta obsoleta la denominazione di promotore finanziario, evocatrice di un'attività di vendita "porta a porta" del tutto superata nella realtà.

Al contempo, si avverte l'esigenza di un impegno sempre più forte da parte delle reti di consulenza lungo due versanti:

a. la prevenzione dei conflitti d'interesse, questione rilevante proprio in relazione a soggetti che possono svolgere congiuntamente più attività fra loro potenzialmente in conflitto e che devono essere in grado di assicurare che la consulenza sia prestata in modo indipendente, nel senso, cioè, che deve svilupparsi attraverso raccomandazioni orientate esclusivamente all'interesse del cliente;

b. la qualità del servizio di consulenza, questione rispetto alla quale assume un ruolo centrale la formazione. L'affidamento ai consulenti di un ruolo di guida nelle scelte di investimento dei clienti implica una scelta che responsabilizzi innanzitutto l'intermediario a fornire loro i necessari strumenti di supporto alla consulenza. La formazione dei consulenti rimane quindi appannaggio dell'intermediario, il quale deve saperla indirizzare verso l'innalzamento della qualità della relazione complessiva con il cliente, di cui la consulenza costituisce il cardine. L'autodisciplina ha ampi margini di manovra in tale ambito.

Unione Nazionale Agenti Professionisti di Assicurazione - UNAPASS

Massimo Congiu

Il processo di integrazione tra Stati membri in corso in Europa ha avuto una velocità negli ultimi anni tale da rimettere in discussione modelli di organizzazione e di business relativi a tutta la filiera assicurativa.

La revisione della MiFid e della Imd2 rappresentano due motori legislativi che imprimeranno un cambiamento profondo al mercato e un conseguente riposizionamento dei diversi player. Affinché le anzidette direttive possano incidere positivamente, auspichiamo che durante il prossimo semestre di Presidenza Italiana le stesse ricevano possibili modifiche rafforzando il principio di armonizzazione minima sul quale si fondano. Del resto non vi è dubbio che l'assetto e le caratteristiche della distribuzione assicurativa italiana hanno seguito i processi sociali, economici e di costume caratteristici del sistema Paese.

La legislazione europea non potrebbe che accompagnarne la relativa evoluzione attraverso una armonizzazione minima piuttosto che omologarli, ferma la comune esigenza di trasparenza e di tutela dei cittadini/consumatori. Questa impostazione accompagnerebbe meglio l'intermediazione Italiana a vincere la sfida di concorrere alla crescita del mercato assicurativo Italiano in termini quantitativi e qualitativi. L'intercettazione del risparmio delle famiglie italiane, lo spostamento

del relativo orizzonte temporale nonché verso le riserve assicurative e previdenziali rappresentano una sfida per gli intermediari italiani da raccogliere e da vincere.

I volumi in questione per ridurre il gap con gli altri paesi europei più strutturati sono tali che consentirebbero alle agenzie di assicurazione un riposizionamento nel comparto vita, un volano per lo sviluppo e il consolidamento del comparto Danni non auto, una compensazione della riduzione dei volumi del Ramo auto. Svolgerebbero una funzione di supporto sia la riforma del welfare che una disciplina dei cosiddetti *long term investiment fund*. Proprio sulla riforma del welfare in Italia, dalla gestione esclusivamente Pubblica a una gestione mista pubblico/privata, potrebbero nascere nuove figure professionali all'interno delle agenzie quali consulenti di welfare solution: dalla previdenza integrativa a quella sanitaria, dal welfare aziendale alla protection. La natura specialistica di queste nuove figure professionali e I risvolti socio economici collettivi potrebbero essere favoriti da una fiscalità di vantaggio.

La revisione della direttiva IMD2 pone invece due questioni sui cui ambiti gli intermediari agenti italiani possono caratterizzarsi e competere con gli altri canali: la trasparenza della remunerazione e la consulenza indipendente. Qualora dovessimo, come agenti, abbandonare la nostra natura "di operare per conto di una o più compagnie di assicurazione", a mio avviso, perderemmo una peculiarità distintiva rispetto agli altri competitors; l'obiettivo di emancipazione e di autonomia potrà invece coniugarsi bene con una possibile erogazione di Servizio di consulenza non finalizzata da parte dell'Agente che continuerà a rappresentare una o più compagnie.

© Copyright 2014
Bancaria Editrice

BANCARIA EDITRICE
Divisione di ABIServizi Spa
Via delle Botteghe Oscure, 4
00186 Roma
Tel. (06) 6767.391-2-3-4-5
Fax (06) 6767.397
www.bancariaeditrice.it
servizioclienti@bancariaeditrice.it

ISBN: 978-88-449-1028-0

È vietata la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la fotocopia, anche ad uso interno o didattico, non autorizzata.
Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.
Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano
e-mail: autorizzazioni@clearedi.org
sito web: www.clearedi.org.

Grafica e impaginazione: DOC Servizi - Roma

Distribuzione finanziaria, modernizzazione e sviluppo: quale agenda per il sistema Italia

«La distribuzione [nel settore finanziario] è essenziale almeno quanto la produzione. È alla prova del consumatore che si misura la capacità competitiva dell'impresa, ma anche la "capacità regolatoria" di chi è chiamato a "produrre norme" per il mercato, a "distribuirle", a farle rispettare. (…)

Con questa premessa la Federazione Banche Assicurazioni e Finanza ha promosso la costituzione di un Gruppo di Lavoro, che si avvale della collaborazione scientifica del Casmef - Luiss, cui abbiamo invitato le principali associazioni che rappresentano gli operatori attivi nel settore della distribuzione dei prodotti e servizi finanziari: Acb, Aiaf, Aiba, Anapa, Anasf, Apf, Assiom Forex, Assoreti, Sna, Unapass, insieme alle associazioni che aderiscono alla Federazione, e quindi Abi, Ania, Assogestioni, Aifi, Assofiduciaria, Assoimmobiliare, Assoprevidenza e Assosim.

Obiettivo, verificare l'impatto della regolamentazione europea e italiana sulle pratiche e sui modelli [di distribuzione] degli operatori bancari, assicurativi, finanziari per trarne linee di tendenza, proposte, soluzioni rispetto ad eventuali problematiche che possano trovare risposte di tipo cooperativo o regolamentare».

(dalla *Introduzione* di Luigi Abete)