

Anna Genovese

La regolamentazione dei servizi di investimento.

Novità e prime evidenze di mercato

Il confronto CONSOB/operatori sulle novità regolamentari in materia di servizi di investimento, e principalmente sull'impatto delle disposizioni di MiFID II entrate in vigore il 3 gennaio 2018, non può prescindere da alcune considerazioni sul recente passato.

Alcuni dati della Relazione al Ministro dell'Economia e delle Finanze sull'attività CONSOB del 2017 sono significativi. Nel 2017 gli intermediari sanzionati dalla CONSOB per violazioni inerenti i servizi di investimento sono stati 15 a fronte dei 10 del 2016. Gli esponenti aziendali coinvolti sono stati 282 a fronte degli 80 del 2016. Sono state irrogate, nel complesso, sanzioni per un importo pari a 11,8 milioni di euro a fronte dei 0,8 milioni nel 2016. La crescita è da ascrivere al maggior numero di procedimenti sanzionatori riguardanti banche.

I numeri danno conto dell'intervento posto in essere dalla CONSOB per affermare *ex post*, cioè con l'irrogazione delle sanzioni previste, l'effettività della regolazione MiFID disattesa da alcuni intermediari bancari fra il 2011 e il 2015.

Sono numeri attestanti un risultato che, per quanto frutto di impegno intenso e doveroso, non appaga nessuno. In primo luogo perché le sanzioni, di per sé, non eliminano i pregiudizi ai risparmiatori danneggiati dal *misselling*. In secondo luogo perché alcuni comportamenti sanzionati hanno contribuito a produrre conseguenze molto gravi, foriere di alto allarme sociale e di perdita di fiducia diffusa, che non è mai suscettibile di veloce recupero.

Non di meno, quelli delle sanzioni 2017 sono numeri che assumono un grande significato per gli scenari che l'entrata in vigore di MiFID II schiude.

Non sono numeri che devono allarmare riguardo la qualità dei servizi di intermediazione in Italia. Questo va precisato. L'impennata sanzionatoria segna, per il 2017, un record negativo e verosimilmente non un trend. Le condotte sanzionate sono intervenute in contesti critici più ampi e di eccezionale gravità. Non di meno, i numeri richiamati influenzeranno il futuro, anche della vigilanza. Gli accertamenti sottostanti le sanzioni impongono di tenere alta la guardia, malgrado l'entrata in vigore delle nuove e più stringenti regole MiFID II.

Le istruttorie culminate nelle sanzioni 2017 hanno evidenziato un corto circuito provocato da conflitti di

interesse non dichiarati (distribuzione diretta ai clienti di strumenti finanziari di propria emissione in contesti di ricerca emergenziale di mezzi di rafforzamento patrimoniale) e solo in apparenza sterilizzati. Il tutto aggravato da pratiche preordinate ad aggirare la disciplina MiFID apparentemente rispettata (riprofilature strumentali, abbinamento di offerta di prodotti di investimento e di finanziamento in modalità “bacciate”). Il rapido peggioramento della situazione economico patrimoniale degli intermediari/emittenti ha fatto il resto. L'emersione del *misselling*, nel contesto di risoluzione o liquidazione dell'intermediario, ha restituito “a valle”, e in modalità drammatiche, una patologia situata “a monte” nelle procedure MiFID disapplicate dall'intermediario.

Bisogna ora tenere ben presente quanto accaduto, perché non sfugga, non solo alla CONSOB, che vi possono essere modalità di osservanza della disciplina MiFID che dissimulano altro; che nessuna regola giuridica, nemmeno quelle di MiFID II, elimina questo rischio; e che l'obiettivo finale della regolazione e della vigilanza sui servizi di investimento è assicurare l'adeguatezza sostanziale del collocamento dei prodotti finanziari presso i risparmiatori.

Da questo punto di vista, l'entrata in vigore di MiFID II offre al settore della intermediazione, e anche alla vigilanza, una preziosa opportunità di recupero e rilancio. In CONSOB la volontà di cogliere questa opportunità è massima e si è tradotta in concrete iniziative assunte via via che il quadro regolamentare, e l'assetto interno della Commissione, lo hanno consentito.

Va anche registrata la crescente consapevolezza, nelle varie sedi coinvolte, che occorre meglio conciliare gli obiettivi della risoluzione delle banche posti dal Meccanismo Unico di Vigilanza bancaria, con gli obiettivi della tutela del risparmio che le stesse banche, come emittenti e come prestatori di servizi di investimento, raccolgono dal pubblico. Fra i principali segnali di questa consapevolezza c'è sicuramente lo *Statement* ESMA EBA rivolto a intermediari e autorità, e pubblicato il 30 maggio 2018. Lo *Statement* prescrive di considerare, in evenienze di possibile risoluzione dell'emittente, gli effetti del possesso di strumenti di debito da parte del *retail*.

Lo *Statement* può contribuire, nel pubblico dibattito, e nelle sedi tecniche e istituzionali, a fare guadagnare terreno alle istanze di tutela del risparmio nel confronto con altre pur ragguardevoli istanze.

La presa di posizione ESMA EBA è di assoluto rilievo anche perché - tornando ai dati delle sanzioni CONSOB 2017 - in ambito domestico, la questione delle risposte da dare ai risparmiatori vittime di *misselling* addebitabile ad intermediari nel frattempo divenuti incapienti è purtroppo ancora attuale. Le risposte naturalmente possono essere varie. Alcune risposte sono state date, con interventi di sistema e interventi pubblici che hanno dato priorità ai risparmiatori maggiormente vulnerabili. Permane tuttavia un bacino consistente di istanze di ristoro ancora insoddisfatte. Tenuto conto dello *Statement*, delle questioni sociali sottese e del fattore fiducia che va preservato, andrebbero valutate, nelle sedi competenti, ulteriori iniziative per dare riscontro per lo meno alle istanze basate su un *misselling* accertato.

L'entrata in vigore di MiFID II, a gennaio 2018, si è riverberata su alcuni degli atti CONSOB in materia di servizi di investimento. Vi è stata la sottoscrizione di un apposito protocollo tecnico con Banca d'Italia per l'adozione del Regolamento Intermediari del 15 febbraio 2018. A febbraio 2018, l'approvazione del prospetto di aumento di capitale di una banca impegnata in un piano di rafforzamento

patrimoniale è stata accompagnata dal monitoraggio sul campo delle modalità di distribuzione di titoli di propria emissione, alla luce e dell'esperienza acquisita e della nuova disciplina in tema di obblighi di *product governance* dell'intermediario. Il monitoraggio ha portato CONSOB a uno specifico e preventivo richiamo di attenzione in forma pubblica e diretto a tutti i soggetti coinvolti nella distribuzione degli strumenti finanziari. Con l'intervento si è voluto sottolineare che la definizione rigorosa e coerente del *target market* di riferimento, anche per la distribuzione di prodotti in conflitto di interessi, costituisce il punto di partenza da cui gli intermediari devono muovere per declinare gli interventi commerciali in una logica di servizio nell'interesse del cliente.

Nei primi mesi dell'anno sono stati anche tenuti da CONSOB incontri con i principali intermediari nazionali per valutare come siano state implementate sin qui le principali modifiche normative derivanti dall'entrata in vigore di MiFID II. Ulteriori informazioni sono state raccolte tramite l'apposita relazione periodica che l'intermediario trasmette alla CONSOB.

Da questa prima base informativa si sono tratte alcune evidenze su cui sono in corso analisi e valutazioni.

In generale MIFID II richiede la consapevole adesione degli intermediari al modello di “servizio al cliente” che punta ad allineare – se correttamente tradotto nei processi aziendali – gli interessi di produttori, distributori e investitori.

Il risultato viene perseguito in diversi modi. Principalmente con un rafforzamento della disciplina dei conflitti di interesse, con la leva della *product governance*, con la previsione di conoscenze e competenze degli addetti e con l’introduzione di più puntuali presidi di trasparenza.

L’impianto complessivo di MiFID II conferma che l’obiettivo principale è - nella prospettiva del risparmiatore investitore e della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso - mettere il cliente nelle condizioni di poter scegliere liberamente e consapevolmente un prodotto finanziario anziché un altro, non in solitudine ma affidandosi ai servizi professionali di un intermediario di fiducia.

In tema di conflitto di interessi, MiFID II introduce disposizioni specifiche orientate alla gestione dei conflitti e considera l’informativa alla clientela come *extrema ratio*. Viene altresì chiarito che, in ogni caso, la comunicazione

della situazione di conflitto al cliente non esime l'intermediario dall'adottare tutti gli accorgimenti per evitare che questa situazione crei, concretamente, un danno al cliente. MiFID II introduce anche più stringenti limitazioni agli incentivi che le imprese possono percepire dai produttori in ragione dei risultati distributivi raggiunti.

Il presidio più significativo introdotto da MiFID II è sicuramente la *product governance*. Esso si realizza diversamente nei diversi processi di creazione e distribuzione dei prodotti. Stanno emergendo questioni applicative connesse anche alla filiera e ai rapporti fra le imprese che ne fanno parte, lato produzione e lato distribuzione.

La *product governance* non sostituisce i già esistenti presidi di adeguatezza/appropriatezza. Si aggiunge a questi che vengono anche irrobustiti per effetto dei nuovi Orientamenti ESMA in materia di adeguatezza pubblicati il 28 maggio 2018.

La *product governance* proietta le questioni di adeguatezza/appropriatezza nella dimensione imprenditoriale che connota l'attività dell'intermediario. Le principali leve gestionali dell'intermediario (pianificazione, *budget*, formulazione di obiettivi della rete e connessa

incentivazione del personale) non possono prescindere dalle risultanze del processo di *product governance* operato a monte sulla gamma dei prodotti finanziari offerti alla clientela. Le leve gestionali e commerciali dovrebbero essere trasparenti e tracciabili per consentire la ricostruzione *ex post* delle condotte, e dimostrare la tenuta del processo, anche alla luce dei suoi *output*.

La *product governance* contribuisce anche a depotenziare l'autoreferenzialità della finanza, che non dovrebbe essere troppo condizionata dalle dinamiche dell'offerta e troppo poco da quelle della domanda. Le imprese di investimento non sono chiamate solo a valutare le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano, ma anche a “strutturare” i prodotti, concepéndoli specificamente per determinate categorie di clienti e per i relativi mercati di riferimento. Le problematiche di definizione del *Target Market* potenziale ed effettivo incidono in profondità sul processo produttivo. Alcune questioni applicative sono cominciate ad emergere e gli Uffici della CONSOB le stanno valutando.

Considerazione specifica richiede lo *Statement* ESMA EBA del 30 maggio 2018. La misura assume rilievo in chiave di limite all'accesso diretto degli investitori *retail* a

strumenti finanziari assoggettabili a *bail in*. Lo *Statement* apre alla previsione di un taglio minimo di 50 o 100 mila euro per l'investimento in obbligazioni bancarie suscettibili di *bail in*, avuto riguardo anche al *ranking* in caso di insolvenza e alla complessità. L'introduzione di tale taglio minimo - in presenza del richiamo alla diversificazione contenuto nei più recenti Orientamenti ESMA in materia di adeguatezza - avrebbe come sicuro risultato quello di precludere ai piccoli risparmiatori la possibilità di sottoscrizione diretta di *bond* bancari e alle banche la possibilità di *funding* diretto presso gli stessi. Può essere giustificato spingere il pubblico *retail* più fragile verso i prodotti della gestione collettiva che, se includono *bond* bancari, lo fanno indirettamente e con opportuna diversificazione. Va però considerato che il *bail in* dei titoli di debito bancari segue una gerarchia di cui, in ogni caso, la *governance* del prodotto finanziario a carico degli intermediari deve tenere conto. Inoltre va considerato, sempre lato cliente, che il costo dei prodotti della gestione collettiva non dovrebbe impattare sul rendimento dell'investimento così tanto da renderlo non conveniente proprio per il piccolo risparmiatore.

Un altro aspetto innovativo di MiFID II attiene alla formazione del personale impiegato nell'attività di

informazione e consulenza. MiFID II ribadisce, per il settore della intermediazione, l'importanza del fattore umano. Nel settore della intermediazione c'è bisogno di professionisti preparati, integri e consapevoli. CONSOB ha fatto in questo ambito alcune scelte di regolazione nazionale, dando specifico rilievo alla formazione continua degli addetti, resa obbligatoria, e precludendo ad addetti sanzionati ulteriori contatti con i clienti. Altre coerenti scelte le devono fare gli intermediari. Nell'implementazione del presidio gli operatori hanno sottoposto alla CONSOB quesiti e hanno richiesto chiarimenti sui quali sono in fase di elaborazione delle comunicazioni CONSOB sotto forma di Q&A. L'asticella dovrebbe essere posta alla giusta altezza, avuto presente anche il fenomeno globale del *Fintech* e le sue crescenti, dirette e indirette, ripercussioni sull'offerta e sulla domanda di servizi di investimento.

Ulteriore presidio rafforzato è la trasparenza. MiFID II introduce misure specifiche di *disclosure* sulle caratteristiche del servizio di consulenza (dipendente, indipendente o autonoma). Le ricadute di tali previsioni sul mercato dipenderanno dalla qualità e dalla quantità dell'offerta ma anche dai fattori che influenzano la domanda. Tra questi, la percezione del valore aggiunto di un servizio di consulenza indipendente e la disponibilità dei

clienti a pagare un corrispettivo per la consulenza finanziaria.

La trasparenza svolge, in potenza, un ruolo chiave per migliorare le *performance* complessive del settore. Non si deve trascurare però il fatto che il contributo che viene dalla trasparenza informativa sulle caratteristiche e anche sui costi dei servizi e dei prodotti finanziari dipende dalla struttura del mercato, dal tasso di differenziazione dell'offerta, e dai complessivi costi di transazione che il singolo risparmiatore decide di accollarsi per reperire molteplici offerte e confrontarle fra loro.

Le più recenti rilevazioni pubblicate nel Report CONSOB 2017 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane evidenziano una domanda di servizi di investimento poco consapevole e poco dinamica. Perché il potenziale delle misure di trasparenza si realizzi occorre tempo e una profonda trasformazione della domanda anche attraverso un piano nazionale di educazione finanziaria, come quello finalmente avviato. Solo un risparmiatore consapevole del binomio rischio rendimento, dei diritti dell'investitore, e delle modalità di loro esercizio e azionabilità, incluso il possibile ricorso all'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), può riconoscere e rifiutare servizi di investimento proposti da soggetti non autorizzati, e può trarre beneficio dalla

trasparenza e dalla diversificazione dell'offerta proposta da soggetti autorizzati.

La normativa di matrice MiFID II ha introdotto anche una disciplina nuova e specifica per le pratiche di vendita abbinata. Sono stati previsti specifici e articolati requisiti di *disclosure* e di adeguatezza/appropriatezza. L'implementazione della disciplina solleva questioni specifiche, anche per la novità del dettato. Occorre - *in primis* - l'individuazione del perimetro di applicazione di essa, evitando letture riduzioniste. Conformemente all'adesione agli Orientamenti ESMA in materia di *cross selling* - espressa da CONSOB già a settembre 2016 - è in corso il monitoraggio sulle condotte degli intermediari. Sarebbe preoccupante se emergesse la propensione degli intermediari a depotenziare l'effetto di queste previsioni.

La nuova regolazione dei servizi di investimento ha lo scopo, tenuto conto dell'esperienza e dei cambiamenti, di tenere alta la qualità dell'offerta di servizi di investimento e nel contempo di alimentare la fiducia, facendo crescere il mercato in modo sano ed equilibrato. Questo serve prima di tutto all'industria finanziaria che punta a trasformare in investimento le masse ingenti di risparmio privato di cui il

Paese è dotato. Serve poi alla crescita economica che si alimenta anche dei capitali raccolti tramite strumenti finanziari distribuiti da intermediari. E serve anche a proteggere i risparmiatori attraverso servizi di qualità che consentano una allocazione sostanzialmente adeguata dei prodotti finanziari circolanti.

Le nuove regole sono solo un tassello del mosaico di interventi che cerca di realizzare, in una logica che resta commerciale, l'allineamento fra l'interesse dell'intermediario e quello del cliente. MiFID II dovrebbe veicolare nell'agire dell'intermediario verso i clienti il rispetto di una massima aurea che, nella lingua della finanza, suonerebbe: *“better safe than sorry”*.

Con le nuove regole e alla luce dell'esperienza maturata anche la vigilanza dovrà ripensare se stessa e lo sta facendo. Talune più tradizionali prassi di vigilanza potranno persistere altre e nuove dovranno essere potenziate o messe in campo, anche in sinergia con la Banca d'Italia sulla base dall'Accordo Quadro siglato l'8 giugno 2018. Sembra corretto continuare nella linea intrapresa di monitorare preventivamente gli eventi potenzialmente critici. Sono anche da prendere in considerazione nuove prassi di vigilanza che consentano di

saggiare nel continuo l'efficacia delle procedure MiFID II in uso, alla luce degli *output*.

Per tutti la sfida rimane la stessa: assicurare il più possibile l'adeguatezza sostanziale del collocamento dei prodotti finanziari presso i risparmiatori. Questa sfida sarà vinta se - nella imprescindibile cornice della tutela del risparmio assicurata dalla stabilità del sistema bancario e finanziario - saranno fatte da ciascun attore scelte consapevoli della complessità del presente e orientate alla costruzione di un futuro che restituisca meno intermediari sanzionati e più valore al risparmio di cui è ricco il Paese.