

Dalla produzione alla distribuzione:
il ruolo dell'investment advice



RUGGERO BERTELLI

Professore Associato di Economia degli Intermediari Finanziari
Responsabile Hedge Fund & Alternative Investment Strategy Research Unit
Università di Siena

Competizione tra intermediari e modello di consulenza in materia di investimenti

di *Ruggero Bertelli*

La tecnica normativa adottata dalla direttiva Mifid si basa sulla fissazione di «principi», in base ai quali gli intermediari devono comportarsi. L'intersezione di questi principi e delle loro chiavi interpretative, fornite dalla stessa normativa Mifid, determina le regole fondamentali del gioco, delimita il campo d'azione, definisce i comportamenti fondamentali dei giocatori, il ruolo degli arbitri, le sanzioni e le tolleranze.

Non bisogna chiedere alla normativa Mifid una innovativa definizione di consulenza. La consulenza in materia di investimenti è - nella sostanza - definita in modo quasi «banale». Un private banker, un promotore finanziario, un operatore in titoli sanno «che cosa» e si riconoscono nelle definizioni poste. Meno banale è il «come».

E qui la normativa aiuta di meno. Il come «in linea di principio» è chiaro. Ma, nel dettaglio, ampia è la libertà lasciata all'intermediario di «inventarsi» il proprio «modello di servizio»: il modello di consulenza, appunto.

Gli intermediari competono tra di loro offrendo ai clienti (e ai potenziali clienti, come ricorda sempre la direttiva) «consulenza» in materia di investimento finanziario. Ogni intermediario è libero di scegliere alcune caratteristiche di fondo del servizio, che lo renderanno più o meno «originale», distinguendosi per modalità operative, target di riferimento, estensione e profondità delle raccomandazioni, personalizzazione delle soluzioni, supporti tecnologici, pricing.

I PRINCIPI ISPIRATORI DEL MODELLO DI CONSULENZA Generare e comunicare valore nella relazione al cliente finale è uno specifico obiettivo commerciale dell'intermediario. La consulenza al cliente è il servizio nel quale è più evidente

questa sfida: gli intermediari devono essere capaci di costruire una relazione «win-win», dove piena è l'adesione del cliente e proporzionale al valore aggiunto generato è la redditività dell'intermediario.

La definizione Mifid di consulenza non disegna un servizio di natura teorica. Il consulente non è un teorico, è uno che si «sporca» le mani nell'interesse del cliente. Chi fa «pianificazione finanziaria» e consegna al cliente un generico documento che contiene «linee guida» di investimento, svolge un'importante attività di consulenza generica. Chi effettua previsioni sull'andamento dei mercati o anche di singoli titoli (scrive report, invia livelli operativi), svolge un'importante attività di consulenza generica (si veda anche la recente Guida pratica al servizio di consulenza in materia di investimenti, a cura di Assosim).

Chi, insieme al cliente - dopo averne esaminato le esigenze, dopo aver valutato la situazione, anche di mercato, dopo aver guardato i prodotti effettivamente disponibili e i loro effetti - costruisce un portafoglio di investimento, suggerisce operazioni e le rende concretamente realizzabili, sulla base di un solido modello, effettua consulenza operativa, insomma «vera», «reale», «misurabile».

Per questo nel Box 1 riporto l'art. 13 del codice di deontologia medica. La domanda che mi pongo - molto esplicita - è se un medico dentista possa essere chiamato «consulente». Ai sensi della direttiva Mifid, senza dubbio sì.

Il servizio di consulenza in materia di investimenti è la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determina-

Dalla produzione alla distribuzione: il ruolo dell'investment advice

1 UN DENTISTA È UN CONSULENTE?

La prescrizione di un accertamento diagnostico e/o di una terapia impegna la diretta responsabilità professionale ed etica del medico e non può che far seguito a una diagnosi circostanziata o, quantomeno, a un fondato sospetto diagnostico.

Su tale presupposto al medico è riconosciuta autonomia nella programmazione, nella scelta e nella applicazione di ogni presidio diagnostico e terapeutico, anche in regime di ricovero, fatta salva la libertà del paziente di rifiutarle e di assumersi la responsabilità del rifiuto stesso.

Le prescrizioni e i trattamenti devono essere ispirati ad aggiornate e sperimentate acquisizioni scientifiche tenuto conto dell'uso appropriato delle risorse, sempre perseguendo il beneficio del paziente secondo criteri di equità.

Il medico è tenuto a una adeguata conoscenza della natura e degli effetti dei farmaci, delle loro indicazioni, controindicazioni, interazioni e delle reazioni individuali prevedibili, nonché delle caratteristiche di impiego dei mezzi diagnostici e terapeutici e deve adeguare, nell'interesse del paziente, le sue decisioni ai dati scientifici accreditati o alle evidenze metodologicamente fondate.

Sono vietate l'adozione e la diffusione di terapie e di presidi diagnostici non provati scientificamente o non supportati da adeguata sperimentazione e documentazione clinico scientifica, nonché di terapie segrete.

In nessun caso il medico dovrà accedere a richieste del paziente in contrasto con i principi di scienza e coscienza allo scopo di compiacerlo, sottraendolo alle sperimentate ed efficaci cure disponibili.

La prescrizione di farmaci, sia per indicazioni non previste dalla scheda tecnica sia non ancora autorizzati al commercio, è consentita purché la loro efficacia e tollerabilità sia scientificamente documentata. In tali casi, acquisito il consenso scritto del paziente debitamente informato, il medico si assume la responsabilità della cura ed è tenuto a monitorarne gli effetti [art. 13, Codice di deontologia medica].

to strumento finanziario.

È molto importante sottolineare il fatto che si tratta di un'attività «estremamente concreta». La consulenza astratta non è quella regolata dalle norme: la sola attività di asset allocation strategica, di pianificazione finanziaria, di analisi e di commento dei mercati, report sulle azioni ecc. non si configurano come «consulenza». Il «consulente» si riconosce dalla adesione (effettiva o potenziale) del cliente alla raccomandazione personalizzata.

Ed è nel momento della raccomandazione che deve essere massima la tutela del cliente.

E dunque il consulente effettua una «diagnosi circostanziata» rimanendo professionalmente ed eticamente coinvolto nelle scelte suggerite. Gode di un elevato grado di autonomia nella scelta di quanto suggerire al cliente e quest'ultimo - assumendosene la responsabilità - può agire diversamente. Il consulente non «inventa» la propria professione, ma segue aggiornate e sperimentate acquisizioni scientifiche. Il consulente conosce bene le caratteristiche e gli effetti degli strumenti finanziari, anticipando l'impatto della raccomandazione sul portafoglio del

cliente. Il consulente non è un mago, non utilizza modelli segreti di gestione, applica in modo intelligente metodi e tecniche di gestione noti, nell'interesse del cliente. Il consulente non agisce in contrasto con i principi della finanza e della professione al solo scopo di compiacere il cliente; non tiene nascosti rischi e caratteristiche delle operazioni; non manipola i dati. Quando il consulente - nella propria attività di personalizzazione - adotta comportamenti e strumenti non esattamente corrispondenti al protocollo, ma comunque ritenuti scientificamente solidi e validi nel caso specifico, informa il cliente, lo rende consapevole della particolarità delle scelte, ma poi si assume la responsabilità delle raccomandazioni proposte. Come si vede, ho parafrasato senza difficoltà o particolari forzature i contenuti del Box 1.

Se nel Box 2 sostituiamo alla parola «consulente» quella di «medico» e alla locuzione «dati sul cliente» quella di «dati anamnestici» otteniamo - è ancora una provocazione - l'art. 21 del codice di deontologia medica.

Grande attenzione - come è ben noto - è stata data dalla Mifid (e non solo per la consulenza) alla raccolta e all'utilizzo delle informazioni sul cliente, unica vera garanzia che l'interesse di quest'ultimo venga tutelato.

Quando effettua consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, il consulente ottiene le informazioni necessarie per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente.

Come ormai sappiamo recitare a memoria, si tratta di informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio; sulla fonte e consistenza del suo reddito, delle sue attività, comprese le sue attività liquide, dei suoi investimenti e beni immobili e dei suoi impegni finanziari regolari; sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento.

Tutto ciò è ben noto. Vale però la pena di sottolineare che la direttiva si concentra sul fatto che le informazioni sono quelle necessarie per mettere il consulente in grado di raccomandare servizi e strumenti. Non una di meno. Semmai una in più, verrebbe da dire, vista l'assenza della scolastica formula «necessa-

rie e sufficienti».

La raccolta di informazioni sul cliente è un adempimento formale? Assolutamente no. Le informazioni servono e devono essere utilizzate per chiarire alcuni aspetti fondamentali del cliente e delle operazioni raccomandate.

L'intermediario deve comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti e deve disporre di una base ragionevole per ritenere che la specifica operazione raccomandata soddisfi i seguenti criteri:

sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;

corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente;

sia di natura tale che il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

GLI ELEMENTI DISTINTIVI DEL MODELLO INDIVIDUALE DI CONSULENZA

Dopo aver richiamato brevemente i principi fondamentali ispiratori di qualunque modello di consulenza, provo ora a concentrarmi sui «parametri» del modello, definendone i possibili campi di variazione e immaginando le possibili interazioni. A mio giudizio, calibrando i parametri del modello, si possono ottenere «infiniti» modelli di consulenza, tutti Mifid compliant.

Il fatto che un modello sia Mifid compliant non significa che sia sostenibile economicamente per l'intermediario, che produca effetti eccellenti sulle performance del portafoglio del cliente, che sia un modello di successo commerciale. E nemmeno che il consulente (agente dell'intermediario autorizzato alla consulenza) si senta professionalmente realizzato o motivato. La compliance dunque è senza dubbio un elemento necessario, ma non è sufficiente a selezionare un modello rispetto a un altro.

Da un punto di vista strategico, il modello di consulenza di un intermediario si caratterizza:

- per il livello o i livelli qualitativi del servizio (consulenza base, consulenza evoluta, per esempio);
- per il target o i target di clientela serviti (mass, affluent, private, professionisti, imprenditori, rentiers...);
- per ruolo e livello di professionalità degli «agenti» (dipendenti, professionisti...).

Per ciascuna possibile determinazione (o intervalli) delle varia-

2 COMPETENZA PROFESSIONALE DEL CONSULENTE

Il consulente deve garantire impegno e competenza professionale, non assumendo obblighi che non sia in condizione di soddisfare.

Egli deve affrontare nell'ambito delle specifiche competenze ogni problematica con il massimo scrupolo e disponibilità, dedicandovi il tempo necessario per una accurata valutazione dei dati oggettivi, in particolare dei dati sul cliente, avvalendosi delle procedure e degli strumenti ritenuti essenziali e coerenti allo scopo e assicurando attenzione alla disponibilità dei presidi e delle risorse.

bili strategiche elencate sopra, sono almeno quattro le fasi essenziali di un modello di consulenza:

- protocollo di analisi del cliente;
- protocollo generatore di raccomandazioni;
- protocollo di personalizzazione;
- protocollo di adeguatezza delle raccomandazioni in funzione dei mutamenti dell'ambiente esterno e dell'evoluzione delle caratteristiche del cliente

IL PROTOCOLLO DI ANALISI DEL CLIENTE Per fare un esempio concreto di una parametrizzazione del modello, si pensi alla fase di analisi del cliente. La direttiva Mifid, dopo aver elencato quali informazioni raccogliere e perché esse debbano essere raccolte, nulla dice circa le modalità di raccolta, la classificazione della clientela, la tempistica di rilevazione e di aggiornamento.

Nell'esperienza pratica gli intermediari si sono orientati verso 5 diversi profili di rischio che vengono assegnati ai clienti. Ciascun profilo di rischio sintetizza variamente tutti e tre gli aspetti richiesti dalla normativa circa le informazioni da raccogliere. Peraltro con la disciplina degli illiquidi gli intermediari si sono accorti che l'esplicita considerazione dell'orizzonte temporale era un parametro normalmente non previsto.

La stessa modalità di rilevazione del profilo (cosiddetto «questionario Mifid») è un parametro del modello; così come il numero e la qualità delle «domande» nonché l'algoritmo di elaborazione.

L'evidenza aneddotica suggerisce che in molti casi di rapporti storici molto profondi con i clienti da parte di private banker - per esempio - il questionario standard è considerato - dal consulente e dal cliente - inadatto a una seria rilevazione delle caratteristiche del cliente e dei suoi obiettivi di investimento.

Si tratta a mio giudizio di una fondamentale area di definizione del modello di consulenza che al momento non mi pare abbia generato soluzioni realmente soddisfacenti. Sempre che si voglia attribuire ai «dati anamnestici» il ruolo che la direttiva Mifid assegna loro.

Nel campo dell'analisi del cliente si giocano molti aspetti della successiva attività di raccomandazione e monitoraggio (per non citare in modo esplicito aspetti commerciali). I 5 profili sono

largamente insufficienti a costituire una seria base informativa che consenta all'intermediario di guidare consapevolmente le scelte del cliente in materia di investimenti.

Per esempio occorre prevedere la possibilità di definire obiettivi multipli nell'ambito dello stesso profilo di rischio. Senza dubbio occorre una esplicita considerazione dell'orizzonte temporale. Al variare dell'orizzonte temporale, peraltro, può variare il grado di rischio oggettivo del portafoglio del cliente. Credo insomma che ogni cliente possa e debba essere individuato da un complesso sistema multi-dimensionale (n obiettivi, m orizzonti, k livelli di rischio...) dal quale trarre limiti e opportunità di investimento veramente vicini ai desideri e alle caratteristiche dell'investitore finale.

IL PROTOCOLLO GENERATORE DI RACCOMANDAZIONI L'esperienza aneddotica suggerisce una certa convergenza degli intermediari verso i cosiddetti «portafogli modello». Dal punto di vista dell'intermediario, il portafoglio modello presenta indiscussi vantaggi di controllo di qualità delle raccomandazioni, dalla fase di asset allocation strategica fino a quella di asset allocation operativa.

In pratica il portafoglio modello costituisce una forte linea guida in base alla quale fornire al cliente le raccomandazioni di investimento: definizione delle asset class «strategiche» che dovrebbero sempre popolare ogni soluzione di investimento (si pensi alla presenza o meno dei Paesi emergenti nel portafoglio suggerito e al loro peso); corretto atteggiamento tattico mediante una eventuale modifica dei pesi delle diverse asset class; controllo del rischio di concentrazione e di controparte; controllo del rischio di mercato e di coerenza con il «profilo di rischio» (come si dice) Mifid; lista di «prodotti suggeriti» che si configura come un controllo di qualità della materia prima per la costruzione del portafoglio.

Il principale difetto dei portafogli modello? L'assoluta assenza di personalizzazione, con il conseguente rischio di costruire una sorta di «gestione patrimoniale con preventivo assenso».

Da questo punto di vista, il modello di consulenza vede in questa fase di generazione delle raccomandazioni «standardizzate» un elemento del processo di consulenza che, a evidenza, non può costituire il cuore dell'attività, mancando di uno dei presupposti essenziali: la personalizzazione.

Anzi, tornando alle possibilità di parametrizzazione, a ben vede-

re questa fase potrebbe essere del tutto assente e il modello potrebbe risultare perfettamente compliant.

A mio giudizio, il modello di consulenza oggi prevalente è di tipo top-down. Ma ciò non significa che sia l'unica soluzione possibile. Nel Box 3 viene presentata una semplice riflessione su un approccio alternativo di tipo bottom-up.

I due orientamenti differiscono radicalmente in termini di controlli di adeguatezza: nell'approccio top-down il portafoglio modello è certamente adeguato (per profilo di rischio) e qualsivoglia personalizzazione richiede una specifica verifica di adeguatezza. Maggiore è la richiesta di personalizzazione da parte del cliente, maggiore sarà il rischio che a essa si risponda in modo poco vicino alle esigenze del cliente. La personalizzazione rischia di diventare l'eccezione e non la regola.

L'approccio top-down è fonte di molti problemi quando applicato alla clientela attuale, caratterizzata da portafogli già costruiti con caratteristiche che possono anche essere molto lontane da quelle modello. Volendo escludere che si giudichino inadeguati la maggior parte dei portafogli della clientela, è richiesta all'intermediario una specifica valutazione di adeguatezza su prodotti finanziari che non sono compresi nel modello e che non vengono suggeriti ad altro cliente appartenente alla medesima categoria di rischio, con importanti ricadute operative e di responsabilità.

Per contro, l'approccio di tipo bottom-up richiede che l'intermediario si doti di strumenti di rilevazione delle caratteristiche del cliente decisamente più sofisticati, per generare profili più flessibili di clienti, coerenti con l'analisi del portafoglio attuale e la valutazione delle sue specifiche caratteristiche.

Si pensi alla valutazione del rischio di concentrazione di un portafoglio di un soggetto che dichiara di avere ampia diversificazione di risorse finanziarie presso un altro intermediario. O al giudizio sull'adeguatezza di un'operazione finanziaria concernente la parte azionaria del portafoglio di un cliente che dichiara di possedere strumenti monetari presso un altro intermediario. Analoghe considerazioni possono essere fatte per operazioni in derivati di copertura di rischio di attività detenute presso altri intermediari.

Insomma gli esempi possono essere infiniti se accettiamo l'ipotesi che la consulenza possa essere rivolta al cliente (con tutte le sue caratteristiche), ma solo su una frazione

(dichiarata) del suo portafoglio.

D'altra parte, la «finzione» - tipica dell'approccio top-down - secondo la quale il cliente viene sempre considerato come esclusivo (anche quando si hanno precise informazioni contrarie) appare nella sostanza certamente poco compliant, perché conduce a palesi inefficienze o forzature del profilo di rischio. Presso l'intermediario A dove ho la mia parte obbligatoria sono un profilo prudente e presso l'intermediario B dove ho la mia parte azionaria sono un profilo aggressivo.

Si contrappone dunque al «portafoglio modello» un approccio alternativo che richiede una «onesta» definizione da parte dell'intermediario di un sottoinsieme dello investibile universe, che possiamo denominare investibile universe under advisory.

Insomma non si può costringere l'intermediario che opera bottom-up a «fare consulenza» su tutto l'universo degli strumenti finanziari, semplicemente perché essi potrebbero essere presenti nel portafoglio di un cliente o potenziale cliente.

Ciò posto, l'approccio di tipo bottom-up richiede anche un sofisticato strumento in grado di valutare complessivamente il portafoglio del cliente indipendentemente dal suo contenuto. Si tratta in particolare di valutazioni sul rischio (o meglio sui rischi) del portafoglio, sulla sua coerenza rispetto agli obiettivi di investimento dichiarati e rilevati. Prodotti e strumenti che escono dal perimetro dei prodotti in consulenza sarebbero per definizione esclusi dalla valutazione.

IL PROTOCOLLO DI PERSONALIZZAZIONE Il momento della personalizzazione della raccomandazione è parte essenziale della definizione di consulenza Mifid.

La personalizzazione può avvenire per iniziativa del cliente o potenziale cliente o per iniziativa dell'intermediario, che suggerisce al cliente come adatta a lui una specifica operazione non standard, ammesso che uno standard di riferimento sia definito.

Se, per un verso, un'eccessiva frammentazione e diversificazione dei portafogli può condurre a una perdita di controllo dei rischi complessivi, per altro verso, nella personalizzazione risiede una grande parte del valore aggiunto della consulenza.

E nella personalizzazione risiede la maggior parte della professionalità del consulente. Egli infatti è l'unico che, in base alla propria approfondita conoscenza delle caratteristiche

3 APPROCCI ALTERNATIVI AL MODELLO DI CONSULENZA

APPROCCIO

Approccio *top-down* (quello scelto dalla maggior parte degli intermediari)

Si caratterizza per un processo che parte dai portafogli per profilo di rischio. Approccio molto retail che però è stato applicato anche ai servizi di private banking (bancari)

approccio *bottom-up* (più simile al lavoro di un family office)

Si caratterizza per il differente punto di partenza, costituito dalla combinazione «esigenze» complessive dell'investitore e «portafoglio attuale complessivo dell'investitore» per individuare la configurazione dell'offerta.

ORIENTAMENTO

Modello di consulenza orientato al prodotto

L'offerta viene configurata e sostenuta partendo dal prodotto disponibile (magari ottimizzato) e pensando a possibili soluzioni di portafoglio. Presenti pressioni commerciali, budget, rilevazione dei margini sul prodotto, redditività per singolo cliente.

Modello di consulenza orientato al cliente

L'offerta viene configurata e sostenuta partendo dalla combinazione esigenze dell'investitore - portafoglio attuale del cliente riconoscendone le caratteristiche di compatibilità e gli eventuali gap. Obiettivi di «qualità» della relazione con il cliente finale. Redditività adeguata per qualsiasi configurazione di prodotto, approccio indipendente.

PERIMETRO

Modello orientato alle risorse che il cliente ha o intende dare al singolo intermediario (approccio parziale, con l'obiettivo della prevalenza nel tempo)

Modello orientato alla analisi e alla "gestione" del patrimonio complessivo, anche quando è presso altri intermediari

(approccio da subito orientato alla valutazione complessiva, identificazione del ruolo nel portafoglio delle risorse affidate all'intermediario)

del cliente e dei suoi obiettivi, può raccomandare specifiche operazioni su specifici strumenti, considerati adatti al cliente o da quest'ultimo particolarmente graditi e giudicati dal consulente non contrari all'interesse dell'investitore.

Fino a che punto un portafoglio di un cliente di un intermediario può essere diverso da quello di un altro cliente dello stesso intermediario o dal portafoglio modello definito come adeguato per quella (generica) categoria di clientela? La Mifid, giustamente, tace.

A mio giudizio si tratta di un'importante area di parametrizzazione del modello di consulenza, più o meno capace di generare soluzioni adeguate ma flessibili, «morbide» rispetto alle caratteristiche della domanda dell'investitore. Ancora una volta, solo un modello molto solido di analisi delle esigenze del cliente può consentire una personalizzazione molto spinta perfettamente Mifid compliant. E solo un modello molto solido e sensibile di analisi dei rischi del portafoglio in funzione di orizzonti temporali, obiettivi di investimento e attitudine al rischio può consentire all'intermediario di monitorare l'ade-

guatezza dei portafogli personalizzati.

La definizione del protocollo di personalizzazione richiede la creazione di un processo di comunicazione con il cliente finalizzato alla personalizzazione. In altre parole, la tutela del cliente rende necessario un percorso di comunicazione che consenta una piena consapevolezza del cliente circa le particolari scelte di investimento effettuate, in relazione al raggiungimento degli obiettivi dichiarati e dei vincoli posti.

IL PROTOCOLLO DI ADEGUATEZZA Si tratta di una procedura di verifica continua di adeguatezza delle raccomandazioni in funzione dei mutamenti dell'ambiente esterno e dell'evoluzione delle caratteristiche del cliente.

Una raccomandazione effettuata nell'ambito della consulenza in materia di investimenti deve essere presentata come adatta per il cliente o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e deve raccomandare la realizzazione di un'operazione di acquisto, vendita, sottoscrizione, scambio, riscatto, detenzione di un determinato strumento finanziario (art. 52 della direttiva del 2006).

Il fatto che - correttamente - tra le operazioni sia compresa anche la mera «detenzione» richiede che l'intermediario che suggerisce di non modificare una determinata posizione verifichi che essa corrisponda ancora agli interessi del cliente, sia coerente con il raggiungimento dei suoi obiettivi.

Si tratta di una verifica «continua» di adeguatezza che richiede la periodica verifica di obiettivi e caratteristiche del cliente e la periodica valutazione della coerenza del portafoglio (o dell'operazione) con gli obiettivi e i vincoli rilevati, tenuto conto dell'evoluzione del mercato.

Dal punto di vista parametrico, il protocollo di adeguatezza deve contenere indicazioni su modalità e tempi di verifica, con particolarissimo riguardo alle caratteristiche del cliente e alla conferma dei suoi obiettivi di investimento.

Più scontata, ma non meno complessa da un punto di vista operativo, l'eventuale presenza di alert individuali al verificarsi di determinate condizioni di mercato, che possono richiedere interventi sul portafoglio, generando raccomandazioni personalizzate di aggiustamento.

Delicatissimo, mi sembra, è l'aspetto dei tempi di intervento sul cliente, il quale non può che essere immediatamente coinvolto al verificarsi di determinate condizioni di mercato che hanno avuto o possono avere un significativo impatto sul raggiungimento degli obiettivi di investimento.

BREVI CONSIDERAZIONI GENERALI SUL PRICING DEL SERVIZIO DI CONSULENZA L'ultimo parametro che completa le caratteristi-

che del modello di consulenza è senza dubbio il pricing. Si tratta di un argomento particolarmente delicato per una serie di motivi. Il principale è che il cliente dell'intermediario è sempre stato abituato a pagare (magari anche molto) senza la necessaria trasparenza. Per necessaria trasparenza intendo quella sostanziale comprensione da parte del cliente dell'entità complessiva dei costi legati al servizio di intermediazione mobiliare ricevuto. Ovvio, nessun cliente ha mai pensato di ricevere dagli intermediari servizi gratis, anche quando effettivamente questo poteva di fatto avvenire, attivando una sorta di effetto distributivo perverso: pagano di più i clienti che meno utilizzano il servizio.

In generale, il servizio di consulenza alla clientela veniva (e viene) pagato mediante la remunerazione contenuta all'interno dei prodotti dal cliente acquisiti per via delle raccomandazioni ricevute.

Sul punto la Mifid fornisce, come di consueto, un principio generale di buon senso, lasciando all'intermediario la determinazione concreta del modello di pricing che si intende seguire.

La ricezione da parte dell'impresa di investimento di una commissione in relazione a una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali, in circostanze in cui la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione della commissione, deve essere considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente (trentanovesimo considerando della direttiva del 2006). E la Consob ammonisce che l'esistenza, la natura e l'importo dei compensi devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile (art. 52, Regolamento intermediari).

Quello che sembra chiaro è che in nessun caso il cliente deve considerare il servizio di consulenza gratuito se esso - come è assolutamente plausibile - è di fatto pagato mediante un sistema più o meno complesso di incentivi e/o attraverso un prezzo esplicito legato all'attività del consulente.

Ritengo che sul punto non ci sia chiarezza sul mercato. Alcuni intermediari propongono servizi di consulenza «di base» gratuiti e servizi di consulenza a pagamento. In realtà anche l'attività di consulenza di base viene remunerata dal cliente, sia pure in una forma (ed entità) diversa da quella della consulenza avanzata.

Quale che sia la forma di remunerazione, le raccomandazioni fornite non possono essere distorte a seguito della ricezione della commissione. Sarebbe certamente un paradosso che fossero distorte proprio le raccomandazioni che l'intermediario fornisce gratuitamente, come se il prezzo della consulenza fosse il prezzo da pagare per la tutela dei propri interessi da parte dell'intermediario.