

IL QUESTIONARIO MIFID DUE

Non solo norme
ma anche opportunità commerciali

FABIO PALMIERI

con una appendice di Roberto Romiti



FRANCOANGELI

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati
possono consultare il nostro sito Internet:
www.francoangeli.it e iscriversi nella home page
al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

IL QUESTIONARIO MIFID DUE

**Non solo norme
ma anche opportunità commerciali**

FABIO PALMIERI

con una appendice di Roberto Romiti

*Immagine di copertina di Alfio Leotta
Impaginazione di Valeria Borrello*

FRANCOANGELI

Copyright © 2019 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Introduzione	pag.	7
1. Dalla MIFID alla MIFID2	»	11
2. Fotografia, cinema e realtà	»	17
3. Il questionario del diavolo	»	21
4. CRM e informazioni	»	75
Epilogo	»	79
Appendice, a cura di <i>Roberto Romiti</i>	»	83

Introduzione

Nelle prossime pagine troverete alcune ricette sviluppate sul campo per utilizzare al meglio il questionario di profilatura MIFID. Parlare di ricette significa avanzare molte proposte operative e poche formulazioni di carattere generale.

Sul mercato esistono svariate pubblicazioni di carattere accademico sul tema della profilatura degli investitori. Si tratta di testi che, nella maggior parte dei casi, affrontano il problema della profilatura evidenziando ora i limiti dello strumento, ora delle modalità con cui il questionario viene realizzato e somministrato¹. D'altro canto, non esistono molte pubblicazioni che aiutino il consulente a mettere in pratica alcuni aspetti di sostanza del questionario MIFID. Lo scopo principale di questa pubblicazione è fornire strumenti per risolvere alcuni dei problemi di cui il questionario di profilatura soffre.

Inoltre, per motivi di domanda, il mercato ha prodotto negli ultimi anni anche molti libri rivolti ai clienti delle banche. Si tratta di opere che esasperano conflittualità fra il consulente (carnefice) ed il cliente (vittima); oppure di reportage che si propongono di svelare misteri riguardo a prassi che le banche metterebbero in atto nei confronti dei clienti.

Chi scrive pensa che molti dei problemi identificati da queste pubblicazioni sollevino responsabilità tutt'altro che miste-

1. N. Liciano, P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, Consob Discussion papers, 2012.

riose, responsabilità che coinvolgono tutti gli attori: banche, consulenti e clienti. Da un lato abbiamo un settore economico, quello bancario, che si è aperto tardi e lentamente al mercato, agendo spesso in regime di monopolio. La controparte sono clienti poco alfabetizzati riguardo i concetti basilari dell'economia, cosa che esaspera l'asimmetria informativa fra le parti e incentiva prassi di *malabankità*. Per troppo tempo in questo paese il rapporto banca-cliente si è basato, più o meno tacitamente, sulla circonvenzione d'incapace.

Le cose stanno però cambiando rapidamente. Attraverso internet le informazioni riguardo i servizi di investimento sono ormai disponibili alla maggior parte della popolazione, non soltanto a chi lavora nel settore. Con pochi click tutti possono facilmente reperire sul web caratteristiche e costi di ogni investimento possa venire proposto. Questo è un enorme passo avanti che ha conseguenze positive sia sul mercato che sulla concorrenza, quindi sui prezzi.

La disponibilità di informazioni risolve tutti i problemi? Purtroppo no. Avere più dati non si traduce in maggiore consapevolezza, come ci ricordano periodicamente i tristi risultati dei sondaggi che analizzano le conoscenze finanziarie nel nostro paese. Se avere informazioni è importante, elaborarle rimane un compito ben più difficile. I meccanismi di base che sottostanno ai mercati e ai processi di investimento sono molti, e sono difficili. In questa complessità il consulente capace può trovare la sua via per un'opera modesta, ma concreta, di educazione finanziaria verso i propri clienti. Clienti più informati sono clienti migliori, con due limiti che difficilmente si possono superare.

Il primo di questi è l'analfabetismo funzionale diffuso. Pensiamo per un attimo ai meccanismi di base legati alle probabilità. Vanno benissimo esempi e metafore che aiutino i consulenti a comunicare con i clienti: purché sia chiaro che si tratta sempre di un surrogato. Possiamo raccontare un sacco di favolette sulla diversificazione, ma per una fetta dei nostri clienti saranno sempre oscuri esotismi. Dove finisce la comprensione inizia la fiducia, arma da maneggiare con estrema cura. Torniamo sull'argomento.

Il secondo limite nel rapporto consulente-cliente è quello, innegabile, del conflitto di interesse. La maggior parte dei con-

sulenti suggerisce strumenti finanziari che non sempre possono soddisfare il criterio di massimizzare l'utilità per il cliente, ma che debbono sposarsi con logiche di remunerazione per la banca o per il consulente stesso. Noi pensiamo che questo conflitto non debba essere nascosto ma vada reso palese. Trasparenza significa ammettere limiti e confini del nostro lavoro, non seppellire le informazioni riguardanti la nostra remunerazione in complicati prospetti informativi.

La normativa MIFID2 ha introdotto anche numerose novità riguardanti la consulenza finanziaria su base indipendente. Questo cambiamento, assieme agli obblighi di trasparenza della stessa normativa MIFID2, aiuterà il diffondersi di una cultura nuova, in cui i costi dovranno sempre più trovare una giustificazione (e non potranno essere nascosti, come accade oggi). I prezzi di molti prodotti finanziari diminuiranno e ancora più di oggi si farà selezione fra i professionisti della finanza. Di questo cambiamento non possiamo lamentarci noi che siamo uomini di mercato. Meno asimmetria informativa, più trasparenza: questo è il mercato. Lamentarsi, o invocare i meccanismi della concorrenza solo quando gli effetti redistributivi riguardano altri settori ci rende poco credibili.

Questo scenario di novità introdotto da MIFID2 non deve però illuderci riguardo al futuro della professione di consulenti. Il mercato da solo non sarà la panacea di tutti i mali. I problemi riguardanti la scarsa conoscenza finanziaria dei clienti, l'analfabetismo funzionale diffuso e i *bias* che come esseri umani ci impediscono di scegliere correttamente rimarranno tali e quali.

Una parte delle cose scritte in questo piccolo libro probabilmente non sarebbero necessarie se in Italia ci fosse maggiore alfabetizzazione riguardo i temi dell'economia. Molti commentatori insistono nel sottolineare che l'educazione finanziaria debba iniziare nella scuola dell'obbligo. Siamo d'accordo. Tuttavia chi scrive pensa anche che per influire positivamente sulla realtà non si possa attendere un disegno di legge sulla scuola. Rimbocchiamoci le maniche e iniziamo a "fare" nella direzione che ci aiuti a curare un poco le nostre malattie, ormai diventate

croniche. Se la pillola servisse anche solo ad abbassare la febbre sarebbe pur sempre un successo.

Infine, un consulente finanziario che fa buona divulgazione rispetto al proprio lavoro accresce la propria professionalità (per parlare bisogna studiare); fa bene al conto economico della banca o della rete per cui lavora (avrà più clienti e più fedeli) e rafforza la relazione con la clientela (come cliente preferisco affidarmi a chi mi spiega chiaramente cosa sta facendo, rispetto a chi non mi racconta perché lo dovrei pagare).

Il mercato dei consulenti funziona come tutti gli altri premiando, a livello aggregato, i più capaci e volenterosi a vantaggio degli altri. Questo non significa che vincano sempre i migliori. Significa che darsi da fare, studiare e comportarsi correttamente aumenta le probabilità di sopravvivere in questo mercato. Ultima cosa. Questo libro è scritto da gente veramente appassionata al proprio lavoro. Perdonatela quando parte per la tangente.

Ringraziamenti

Desidero ringraziare tutti gli amici a cui ho inviato le bozze di questo piccolo testo stressandoli a orari indicibili e ricavandone preziosi consigli. Umberto Neri, Matteo Olezzi e Bruno Spiga per i meccanismi riguardo il comportamento degli investitori, Camilla Mattioli per gli spunti riguardanti la previdenza complementare, Riccardo Selleri, Alessandro Pedretti e Davide Zucconi per le indicazioni riguardo la struttura dei capitoli, Dina Fondaroli e Caterina Presi per i consigli riguardanti lo stile espositivo e le citazioni inserite nel testo, Valeria Borrello per l'impaginazione e Alfio Leotta per aver disegnato una copertina che, come sempre, parla più di mille parole. Non posso dimenticare Roberto Romiti che ha sopportato le mie lunghe chiamate domenicali anche quando avrebbe potuto essere in spiaggia. Infine ringrazio mia madre e mia moglie perché si sono lette più volte tutto il testo (almeno così hanno dichiarato), trovando con pazienza i frutti della mia stanchezza sotto forma di errori e refusi.

Dalla MIFID alla MIFID2

Nel novembre del 2007 entrava in vigore la normativa MIFID. Anche se sono oramai passati dodici anni dalla sua emanazione, vale la pena ricordare che uno dei suoi scopi primari era proprio la protezione degli investitori².

Di lì a poco la finanza sarebbe stata scossa da un violentissimo terremoto sui mercati finanziari iniziato con il fallimento di Lehman Brothers e culminato nella crisi finanziaria del 2008. A dieci anni da quella crisi la normativa MIFID2, entrata in vigore il 3 gennaio 2018, cerca di fare un ulteriore passo in avanti su molti fronti, uno su tutti riguarda proprio la protezione degli investitori. Il sistema di tutele di MIFID2 è stato costruito per fornire protezione crescente riguardo ai servizi offerti, con differenze in base alla tipologia dei clienti. La logica della normativa è di tutelare maggiormente i soggetti più deboli, tipicamente i consumatori o clienti *retail*, mentre la protezione diventa minore per le controparti qualificate.

La normativa MIFID identifica i servizi di investimento prestati a clienti in queste fattispecie:

2. Altri scopi della normativa erano l'integrazione dei mercati finanziari e lo sviluppo di piattaforme di scambio per titoli e derivati. Si veda per questo la Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

1. Esecuzione di ordini per conto dei clienti.
2. Negoziazione per conto proprio.
3. Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.
4. Ricezione e trasmissione di ordini.
5. Sottoscrizione e/o collocamento.
6. **Gestione di portafogli.**
7. **Consulenza in materia di investimenti.**

Mentre i clienti sono divisi per conoscenze e volume di affari, in questo modo:

- a) Professionali.
- b) **Retail.**

Il sistema di tutele più ampio di MIFID2 riguarda la prestazione dei servizi di **gestione di portafogli** e di **consulenza in materia di investimenti** per i clienti **retail**. In sostanza il legislatore presta molta attenzione ai consumatori per tutti quei servizi ad alto valore aggiunto e ad alta delega prestate da banche, consulenti e SIM. La tutela al momento dell'acquisto si realizza attraverso la valutazione di **adeguatezza**.

Ma cosa si intende con valutazione di adeguatezza? L'intermediario dovrebbe raccogliere informazioni sul cliente e offrire a questi solo i prodotti finanziari a lui adeguati. Vediamo meglio come si realizza questa valutazione del cliente mettendoci, per un attimo, al centro della scena.

L'intermediario può valutare se un investimento è adeguato per noi solo se conosce informazioni che riguardano:

- a) **La nostra conoscenza ed esperienza in materia di investimenti** – L'intermediario ci chiederà con quali tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari abbiamo più familiarità; raccoglierà informazioni circa la tipologia, la dimensione e la frequenza delle operazioni finanziarie che abbiamo effettuato. In aggiunta a queste informazioni ci domanderà il nostro livello di istruzione e la nostra professione.
- b) **La nostra situazione finanziaria** – È fondamentale che l'intermediario conosca quali sono i nostri redditi e da dove

sono originati. Oltre ai flussi l'intermediario registrerà anche la consistenza del nostro patrimonio complessivo e gli impegni finanziari che abbiamo in essere (ad esempio la rata del mutuo della casa).

- c) **I nostri obiettivi di investimento** – L'intermediario dovrà sapere per quanto tempo vogliamo investire il nostro denaro qual è la nostra propensione al rischio e quali sono le finalità per cui investiamo.

Ora, come fa l'intermediario ad entrare in possesso di tutte le informazioni di cui sopra? Attraverso il questionario di profilatura della clientela. Uno strumento che, attraverso una serie di domande, dovrebbe permettere di conoscere meglio il cliente, intercettando i suoi bisogni e riducendo il rischio di controverse fra banca e cliente.

A questo punto è chiaro che il questionario MIFID diventa uno degli elementi chiave di tutto il processo. È quindi fondamentale chiedersi se il questionario riesca a raggiungere gli obiettivi che si prefigge. Il profilo del cliente che emerge dal questionario è una fotografia nitida o è sfocata? Come potete immaginare, il questionario funziona tutt'altro che bene.

Numerosi studi evidenziano come la maggior parte dei questionari utilizzati dall'industria finanziaria presenti difetti sostanziali. Queste imperfezioni emergono chiaramente in tutti quei casi in cui gli stessi clienti risultano avere profili di rischio differenti, se analizzati mediante questionari diversi. O ancora, laddove si rileva che ciò che il cliente dichiara nel questionario venga poi prontamente smentito attraverso le reali scelte di portafoglio³.

Alcuni studiosi hanno sviluppato questionari che sembrano ridurre notevolmente queste criticità, sia attraverso metodi quantitativi che psicometrici. Chi scrive non è in grado di proporre soluzioni ad un tale livello di profondità. Questo anche nella consapevolezza che cambiare gli attuali questionari MIFID

3. Il grande Elio direbbe che fra il dire e il fare c'è effettivamente di mezzo "e il". Questo iato è una delle misure più evidenti del malfunzionamento del questionario.

con strumenti più efficienti sarebbe sì una scelta ottimale, ma non praticabile nel breve periodo.

Cosa può fare quindi il consulente che è costretto a lavorare con un questionario difettoso per i prossimi anni? In attesa che lo strumento sia migliorato noi proponiamo alcune tracce che possano essergli d'aiuto, per far funzionare meglio l'unico questionario con cui (al momento) può lavorare.

Questo è il motivo per cui non parliamo di soluzioni. Le soluzioni hanno carattere definitivo. Le ricette hanno ambizioni più limitate, vengono dal mondo del "fare" con lo scopo di essere applicabili nel lavoro di tutti i giorni.

Tutte le informazioni che leggerete a proposito dei questionari MIFID derivano da una analisi preventiva che ha coinvolto i questionari dei maggiori istituti di credito italiani. Laddove abbiamo rilevato elementi di miglioramento non ci siamo tirati indietro, suggerendo qualche possibile alternativa.

Per qualche tempo si è creduto che migliorare l'efficienza del mercato finanziario, soprattutto per quanto riguarda la protezione dei consumatori, significasse soprattutto ridurre l'asimmetria informativa. Quando i regolatori si interrogavano su che cosa avrebbe potuto migliorare il potere del consumatore e la concorrenza fra intermediari non vi erano dubbi sulla risposta: la trasparenza. Si credeva che la trasparenza avrebbe risolto gran parte dei problemi nel rapporto banca-risparmiatore, tradizionalmente caratterizzati da opacità e scarsa concorrenza. Se il risparmiatore ha più informazioni può decidere meglio. Facile, no?

Facciamo una pausa e pensiamo all'ultima volta che abbiamo tentato di approfondire qualcosa di cui sapevamo poco. Ad esempio quali lampadine sarebbe bene installare sulla nostra auto per migliorarne la visibilità. Una scelta in apparenza semplice. Chi di noi ha letto l'intero manuale dell'impianto di illuminazione e, dopo averlo fatto, si è documentato consultando le schede tecniche dei produttori di lampadine per compararne costi, potenza e fascio di luce?

Nessuno di noi ha (per fortuna) il tempo necessario per una simile analisi. Eppure per anni si è creduto che aumentando le informazioni disponibili si riducesse l'asimmetria informativa. Facile. Bella idea. Ma non funziona.

Il tempo è limitato. Le nostre competenze sono limitate. Il tempo per formare competenze e analizzare i dati è limitato. Inoltre la maggior parte delle persone non vuole passare serate a leggere note informative e prospetti d'offerta dei servizi di investimento. Fondamentalmente perché è estremamente noioso (anche per chi lavora nel campo, credeteci). E poi perché è pure inutile.

Ecco perché MIFID2 ha introdotto un'altra tutela per gli investitori, la necessità di individuare il mercato di riferimento (*target market*) per ogni impresa che si trovi a creare prodotti (*manufacturer*). L'idea è quella di evitare il tutto a tutti, inserendo una tutela per i risparmiatori a monte, agendo direttamente sul governo di prodotto (*product governance*). Infatti, definire un mercato di riferimento significa anche stabilire categorie per cui quel prodotto non è adatto. Nella fase di creazione del prodotto si tratta ancora di mercati di riferimento solo potenziali. Il passaggio successivo avviene nell'ultimo miglio.

Chi conosce meglio di tutti il cliente finale? Il distributore del prodotto (*distributor*), quello che finalizza la vendita. Ecco perché in capo ad esso sta la possibilità di rendere più concreto il mercato di riferimento, individuandone limiti più precisi rispetto al produttore. Cosa suggerisce ESMA per definire in modo più preciso questo mercato?

Fra gli strumenti da utilizzare per affinare il setaccio dei clienti viene suggerito proprio il questionario di profilatura MIFID. Ecco che il cerchio si chiude. Il questionario MIFID è ancora una volta il protagonista.

Prima di cominciare facciamoci un'ultima domanda: come si informano gli italiani in merito agli investimenti?

Dal rapporto Consob scopriamo che il 75% degli italiani si affida ad una sola fonte di informazione quando deve prendere una scelta di investimento, con questi risultati⁴:

4. *Report on financial investments of italian household*, Consob, 2018, p. 31.

1. si informa presso amici e parenti⁵ (52%);
2. si informa in autonomia (28%);
3. si informa presso un esperto (20%).

Gli esperti non sono in una gran posizione. Possiamo fare meglio? Pensiamo di sì.

5. R.H. Thaler, C.R. Sunstein, *Nudge, la spinta gentile*, Milano, Feltrinelli, 2014, p. 106, a proposito dei processi di collaborative filtering.

Fotografia, cinema e realtà

È necessario affrettarsi se si vuole vedere qualcosa, poi tutto scompare.

Paul Cezanne

Il questionario MIFID è una fotografia, una istantanea, cattura un momento preciso della vita dei nostri clienti. Anche se il questionario contiene elementi che solitamente variano poco nel tempo, come il reddito ed il patrimonio, ne contiene altri che sono soggetti ad oscillazioni, come la propensione al rischio e gli obiettivi di investimento.

La vita di ciascuno di noi cambia nel tempo perché le famiglie ed i progetti di vita (quindi di investimento) sono in continua evoluzione. Le famiglie si formano e si allargano con la nascita dei figli, poi si restringono di nuovo quando questi diventano indipendenti. I mariti e le mogli si separano, i genitori che erano un supporto per i figli avranno bisogno, una volta anziani, di cure e assistenza. In queste vite che scorrono nel tempo i soldi sono spesso protagonisti. Gli obiettivi di risparmio di una famiglia con un bambino piccolo dovrebbero essere rivolti a sostenere l'investimento della sua possibile educazione superiore. Gli stessi genitori che prima accantonavano risparmi per l'università del figlio dovranno poi pensare a se stessi, quando e se non saranno più autosufficienti.

In un mondo ideale il questionario MIFID dovrebbe essere aggiornato in tutti quei momenti in cui la vita dei nostri clienti prende direzioni nuove. Nella realtà però questo non avviene. I questionari MIFID, dopo la prima profilatura, sembrano soffri-

re di un effetto scia rispetto ai precedenti. Poche variazioni negli obiettivi di investimento e nella propensione al rischio.

Così, mentre nel tempo le famiglie vivono nuovi bisogni, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio rilevate dal questionario rimangono ancorate al passato, allontanandosi dalla realtà. Dopo qualche anno, confrontandoli con la situazione del nostro cliente, quei profili ci appariranno come le foto dimenticate nel cassetto. Chi erano quelle persone?

Per questi motivi ci sentiamo di fare due raccomandazioni ai proventi fotografi che si accingono a profilare il cliente attraverso il questionario MIFID:

1. Anche se il questionario è una fotografia dobbiamo sapere che, al contrario del cinema, deve essere più che mai **“buona la prima”**. Sbagliare la rilevazione della propensione al rischio e degli obiettivi di investimento del nostro cliente è un preludio certo a contestazioni. Subito? No, al primo brusco calo dei mercati. Attenzione perché il ciak successivo potrebbe non vederci nel cast.
2. **Le esigenze delle persone**, anche quando non sottoposte a shock esterni, **variano nel tempo**. Utilizziamo l'incontro periodico con i clienti non soltanto per fare il punto riguardo ai rendimenti del loro portafoglio di investimento (cosa che il cliente fa in autonomia, anche troppo spesso) quanto per verificare la loro situazione professionale ed i progetti di vita.

Le nostre automobili con il passare del tempo si usurano, per questo andiamo dal meccanico a fare i tagliandi: vogliamo tenerle controllate. Cosa facciamo quando avvertiamo nella nostra automobile un rumore sospetto o abbiamo sensazioni di guida che non ci convincono? Aspettiamo i successivi diecimila chilometri o ci rivolgiamo subito al meccanico? Lo stesso dobbiamo fare con il questionario MIFID, prima ancora che diventi obsoleto¹. Il classico ticchettio del motore, che è preludio di un'avaria, come si può “sentire” nelle scelte del nostro cliente?”

1. *MIFID Question and answers*, ESMA, 2012, p. 5 “client profile review” Article 19(4) of MIFID - Client profile review.

Ecco alcuni sintomi che possono suggerire problemi: richieste di rimborso senza una motivazione di spesa, ordini di acquisto riguardanti strumenti per i quali il target market sia in zona grigia, operatività che si intensifica in comparti che non risultano adeguati, richiesta di acquisto di titoli in valuta o strutturati da parte di clienti con una propensione al rischio molto bassa ecc.