

Patrizia Pia

LA CONSULENZA FINANZIARIA
AUTOMATIZZATA

FrancoAngeli

BANCA, FINANZA E PMI

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.



La Collana ospita scritti inerenti le tematiche dell'economia degli intermediari e dei mercati finanziari, nonché temi legati alla finanza e ai rapporti banca-impresa, provenienti da soggetti afferenti a qualsiasi scuola, dipartimento o ente di ricerca, sia nazionale che internazionale.

Nella Collana sono pubblicati esclusivamente lavori scientifici, ossia in grado di offrire un contributo all'avanzamento della conoscenza.

Tutti i lavori sono sottoposti a un processo di double blind review.

Editor in Chief

Lorenzo Gai, Università di Firenze

Comitato Scientifico

Elena Cenderelli, Università di Pisa; Marco Di Antonio, Università di Genova; Loris Nadotti, Università di Perugia; Giampaolo Gabbi, Università di Siena; Giulio Tagliavini, Università di Parma

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.

Patrizia Pia

**LA CONSULENZA FINANZIARIA
AUTOMATIZZATA**

FrancoAngeli

Copyright © 2017 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.

*Agli amici della montagna
e a Sommarese*

INDICE

Presentazione , di <i>Marina Damilano</i>	pag.	9
1. La consulenza finanziaria automatizzata	»	11
1.1. Introduzione	»	11
1.2. L'evoluzione della consulenza finanziaria	»	12
1.2.1. La consulenza in materia di investimento secondo la Direttiva MiFID II	»	24
1.2.2. Gli operatori abilitati	»	32
1.3. La nascita dei robo-advisors	»	38
1.3.1. L'industria FinTech	»	51
1.3.2. La regolamentazione dei robo-advisors e il RegTech	»	62
2. La domanda di consulenza finanziaria e i robo-advisors	»	71
2.1. Introduzione	»	71
2.2. Le determinanti della domanda di consulenza finanziaria	»	72
2.2.1. La domanda di consulenza finanziaria in Italia	»	85
2.3. I motivi dello scarso sviluppo della consulenza finanziaria	»	87
2.4. I vantaggi offerti dalla consulenza finanziaria automatizzata	»	90
2.5. I rischi posti dai robo-advisors	»	92
3. La gestione passiva: motivazioni e strumenti	»	96
3.1. Introduzione	»	96
3.2. Le motivazioni della gestione passiva	»	97
3.3. Gli index funds	»	99
3.4. Gli exchange traded funds	»	105

4. L'offerta di consulenza finanziaria automatizzata	pag.	111
4.1. Introduzione	»	111
4.2. Il mercato della consulenza automatizzata	»	114
4.3. Come opera la consulenza finanziaria automatizzata	»	127
4.3.1. La costruzione dei portafogli modello	»	131
4.3.2. Il processo di onboarding e la relazione con il cliente	»	144
4.3.3. Il monitoraggio e il ribilanciamento dei portafogli	»	159
4.4. Le condizioni economiche della consulenza automatizzata	»	166
4.5. Quanto è disgregante il modello di consulenza automatizzata?	»	176
4.6. Lo sviluppo della consulenza automatizzata	»	194
4.7. Conclusioni	»	203
Bibliografia	»	207

PRESENTAZIONE

L'industria italiana della consulenza finanziaria sta attraversando, ormai da diversi anni, un processo evolutivo importante alimentato, *in primis*, dai cambiamenti normativi che si sono succeduti nel tempo e che in parte sono ancora in fase di attuazione da parte dei nostri *regulator*.

A livello globale, tuttavia, l'elemento destinato a produrre il maggior effetto dirompente sul modello di *business* dei consulenti finanziari e, più in generale, delle imprese che offrono servizi finanziari, è senza alcun dubbio la rivoluzione digitale.

Le nuove tecnologie applicate ai servizi finanziari o *Fintech* – per utilizzare il termine che, secondo la stampa specializzata, fu coniato negli anni Ottanta da Peter Knight, all'epoca editorialista del *Sunday Times* – stanno cambiando molto rapidamente la natura dell'infrastruttura finanziaria a livello mondiale. Pochi dati sono sufficienti per descrivere la portata del fenomeno. Secondo il rapporto *Digital disruption: how Fintech is forcing banking to a tipping point* di Citigroup, pubblicato nel marzo 2016, gli investimenti privati in società *fintech* sono aumentati in maniera esponenziale negli ultimi anni, passando da 1,8 miliardi di dollari nel 2010 a 19 miliardi nel 2015. Parimenti il primo rapporto dell'Osservatorio *Fintech & Digital Finance* del Politecnico di Milano, presentato a fine gennaio 2017 al convegno *Digital rethinking nel banking e finance*, evidenzia come nei due anni precedenti siano nate, in giro per il mondo, più di 750 *startup fintech* finanziate con oltre 26,5 miliardi di dollari raccolti direttamente sul mercato.

Nell'ambito di questa rivoluzione un ruolo chiave è giocato ovviamente dall'intelligenza artificiale, che – nel settore specifico della consulenza finanziaria – sta portando alla diffusione dei cosiddetti *robo-advisor*.

Il volume di Patrizia Pia analizza, in maniera organica ed estremamente chiara, l'evoluzione subita dall'attività del consulente finanziario negli ultimi anni fino ad arrivare alle soluzioni (complementari o sostitutive?) delle piattaforme *online* di consulenza automatizzata. Da questo punto di vista, si tratta

di un contributo molto prezioso che va ad arricchire in misura significativa la poca letteratura oggi disponibile sul tema.

D'altro canto, il pregevole lavoro di Patrizia Pia tratta un tema di per sé innovativo che non può non suscitare interesse nel lettore, sia egli un operatore del settore o un semplice investitore. L'autrice non si limita a descrivere l'ennesima applicazione della tecnologia informatica al mondo della finanza. Va oltre e, con un paziente lavoro di ricerca sul campo, analizza nel dettaglio l'offerta *online* di un campione di *robo-advisors* di prima generazione diversificato sui tre principali mercati di riferimento: Nord America, Europa e Regno Unito. Dal confronto in termini di accessibilità, trasparenza, convenienza e qualità dell'offerta emergono alcuni risultati particolarmente interessanti, che possono costituire un valido aiuto sia per chi si sta avvicinando per la prima volta al mondo della consulenza finanziaria sia per gli operatori del settore che, volendo rimanere competitivi, non possono più ignorare le notevoli implicazioni che la rivoluzione del *fintech* è destinata a produrre sul loro modo di fare *business*.

Per concludere non mi rimane che complimentarmi con l'Autrice. Brava Patrizia per il tempismo nella scelta del tema di ricerca, per l'entusiasmo e le energie profuse nel condurre a termine il lavoro e, lasciamelo dire, per l'impareggiabile spirito critico che ti contraddistingue!

Marina Damilano

Coordinatore della Sezione
di Intermediari Finanziari
Dipartimento di Management
Università di Torino

1. LA CONSULENZA FINANZIARIA AUTOMATIZZATA

1.1. Introduzione

La consulenza finanziaria è un'attività designata a guidare e sostenere gli individui nel processo decisionale relativo alle loro scelte d'investimento¹. Tramite il rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad un soggetto che ritiene meglio informato per ottenere consigli che concernono il suo patrimonio. Il fine ultimo della consulenza finanziaria è quello di suggerire proposte di investimento che compongano un portafoglio organico², coerente con le preferenze del cliente, efficiente e capace di adeguarsi alle sue mutevoli necessità. Se consideriamo i servizi di investimento sotto il profilo del grado di influenza esercitata dall'intermediario finanziario sulle decisioni assunte dall'investitore relative all'impiego del proprio risparmio, ad un estremo troviamo quei servizi – esecuzione ordini per conto della clientela, ricezione e trasmissione ordini e collocamento – per i quali la decisione diretta e autonoma dell'investitore viene eseguita dall'intermediario, anche se con gradi diversi di passività³. All'estremo opposto, invece, troviamo il

¹ Viene anche definita come quell'attività prescrittiva il cui fine principale consiste nel guidare gli investitori nel processo decisionale nel loro migliore interesse. Cfr. Kahneman D. e Rieppe M.W. (1998), "Aspects of investor Psychology", *The Journal of Portfolio Management*, pp. 52-65.

² In altri termini occorre evitare che i portafogli della clientela si formino prevalentemente mediante una sommatoria di decisioni di investimento stratificate e non strutturate. Il portafoglio è costituito cioè da singoli «pezzi» acquistati in diversi periodi di tempo, secondo logiche e motivazioni disomogenee, su consigli e raccomandazioni raccolte da fonti diverse. Ciò vale a maggior ragione per i risparmiatori che detengono i propri titoli presso una pluralità di intermediari. Cfr. Scolari M. (2014), *Il valore della consulenza finanziaria*, in www.asconsim.it.

³ Ci si riferisce all'obbligo per l'intermediario di verificare o meno l'appropriatezza dell'operazione. Si veda oltre.

servizio di gestione portafogli in cui l'investitore affida all'intermediario, nell'ambito di un mandato, le decisioni d'investimento relative al proprio patrimonio. La consulenza finanziaria si colloca a metà strada, condividendo con il primo gruppo di servizi il mantenimento della titolarità delle decisioni in capo all'investitore e con il secondo gruppo la soggezione del patrimonio all'influenza delle raccomandazioni formulate dall'intermediario. Dal punto di vista dell'intermediario, la consulenza finanziaria esercita una influenza strategica sulle scelte d'investimento del cliente infatti, pur non trasformandosi direttamente in investimento del risparmio, la consulenza finanziaria è volta a costituire una relazione che solitamente è destinata a durare nel tempo e che, normalmente, risulta strumentale ad altri servizi di investimento. Proprio il riconoscimento di questo forte legame che si instaura fra investitore e consulente, nonché la crescente dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni formulate dai consulenti finanziari, porta il legislatore europeo a disciplinare adeguatamente i cosiddetti servizi a valore aggiunto, quali la consulenza e la gestione di portafoglio.

Il modello operativo di erogazione della consulenza finanziaria, da tempo in evoluzione sotto la pressione dei cambiamenti normativi, sta subendo una trasformazione ulteriore, dettata principalmente dall'innovazione tecnologica. Attraverso soluzioni, quali quelle rappresentate dai robo-advisors, la tecnologia diventa parte integrante di un servizio che ha la potenzialità di soddisfare meglio e a costi più bassi tutti i clienti, indipendentemente dalla dimensione del patrimonio finanziario. In questo capitolo ripercorriamo le caratteristiche della consulenza finanziaria, evidenziando gli interventi regolamentari che hanno esercitato e che eserciteranno i maggiori impatti sul servizio. Introduciamo la figura del robo-advisors, termine evocativo ma poco gradito agli esponenti coinvolti, che si sviluppa negli USA come una delle tante soluzioni FinTech in contrapposizione alla consulenza erogata dagli intermediari tradizionali.

1.2. L'evoluzione della consulenza finanziaria

La consulenza finanziaria è un'attività deputata a guidare e sostenere gli individui nel processo decisionale relativo alle loro scelte d'investimento. Tramite il rapporto di consulenza finanziaria il cliente si rivolge ad un soggetto che ritiene meglio informato per ottenere consigli che concernono il

suo patrimonio⁴. Idealmente, la produzione del servizio di consulenza finanziaria è un processo che si compone di quattro fasi, teoricamente sequenziali ma sovente sovrapposte nella pratica, che ruotano attorno alla questione centrale di come allocare la liquidità del cliente⁵. Nella prima fase, viene eseguita un'analisi completa delle esigenze e degli obiettivi di investimento del cliente. Tra gli altri aspetti di questa fase, assume grande importanza, anche normativa, la determinazione del profilo di rischio del cliente. Economicamente parlando, è importante considerare che la funzione di domanda si registra in questa fase. Non tutti i clienti sono in grado di identificare i loro bisogni d'investimento. La capacità del consulente di raccogliere ed interpretare correttamente le informazioni dal cliente, nonché l'abilità nell'identificare e formulare le esigenze dell'investitore, anche quelle latenti, è una componente fondamentale che contraddistingue la qualità del servizio. La costruzione di una solida relazione con il cliente, associato al soddisfacimento delle sue attese, genera consenso e condivisione circa le decisioni da assumere e, quindi, fiducia. Quest'ultima è sicuramente il presupposto per alimentare il valore della reputazione del consulente e quindi la sostenibilità nel tempo del servizio di consulenza finanziaria⁶. La seconda fase comporta la definizione di una strategia d'investimento, più o meno articolata, che riflette sia le esigenze e i vincoli del cliente, declinati anche in termini di propensione al rischio, sia le previsioni circa l'andamento futuro dei mercati finanziari e delle classi di attività che potranno comporre il portafoglio in consulenza. Nella terza fase, l'attuazione della strategia comporta l'individuazione e la valutazione dei singoli prodotti idonei al raggiungimento degli obiettivi e adeguati al profilo di rischio dell'investitore. Il monitoraggio continuo dei risultati, in funzione delle preferenze e dei vincoli posti

⁴ «Financial advice does not have a standard definition but can be thought of as a third party who helps a consumer make a financial decision. Of course, advice is but one mechanism to facilitate decision making. Consumer might also benefit from education or other forms of information that aids in weighing the costs and benefits of various choices. In other cases decisions may be made for consumers (compulsory), or the decision designed to encourage a particular option through the use of defaults. Advice is therefore a component of a larger financial capacity building system available for consumers in financial markets». Cfr. Collins J.M. (2010), *A Review of Advice Models and the Take-Up of Financial Advice*, University of Wisconsin-Madison, Center for Financial Security, working paper 10-5.

⁵ Maude D. (2010), *Global Private Banking and Wealth Management: The New Realities*, Wiley Finance.

⁶ Oriani M. e Zanaboni B. (a cura di) (2008), *Conoscere il Private Banking*, Bancaria Editrice, Roma.

dall'investitore, gli eventuali interventi di ribilanciamento o di modifica del portafoglio, insieme all'attività di reporting al cliente, rappresentano la quarta fase⁷.

Sotto il profilo strettamente normativo occorre distinguere la consulenza finanziaria generica dalla cosiddetta consulenza in materia di investimenti. Con il primo termine s'intende quell'attività che mira ad accrescere il grado di conoscenze del cliente in campo finanziario, ad acquisire o migliorare la sua capacità di pianificazione finanziaria del risparmio, a gestire le necessità di indebitamento e/o di investimento a fini previdenziali e assicurativi. Detta attività offre al cliente un'analisi dei propri bisogni attuali e prospettici, lo sostiene nella formulazione degli obiettivi di medio-lungo termine e indica un'allocazione del portafoglio per tipologie di strumenti adatti agli obiettivi individuati. Risulta evidente che le attività sopra menzionate non solo implicano un'elevata opera di educazione finanziaria a beneficio del cliente ma risultano propedeutiche alle decisioni di investimento o disinvestimento. A testimonianza dell'importanza anche sociale della consulenza generica, vale la pena segnalare che, in considerazione degli effetti positivi prodotti dalla consulenza generica sul bilancio e sulla ricchezza netta delle famiglie nel medio-lungo termine, nel 2010 il Regno Unito ha esteso a tutto il paese l'offerta a titolo gratuito di un servizio di consulenza generica⁸. La consulenza finanziaria generica risulta, quindi, strumentale e preparatoria di qualsiasi servizio di investimento e può essere offerta liberamente, senza preventiva autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza⁹.

La consulenza finanziaria analizzata in questa sede è quella identificata con il termine "consulenza in materia di investimenti" e definita dalla Direttiva MiFID I (Market in Financial Instruments Directive)¹⁰ come la «prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni

⁷ Hallman G.V. e Rosenbloom J. (2014), *Private Wealth Management: The Complete Reference for the Personal Financial Planning*, The Wharton School, McGraw Hill Professional.

⁸ Money Advice Service si caratterizza per erogare consulenza finanziaria generica in modo assolutamente imparziale; avendo come priorità la prevenzione, piuttosto che la gestione, di criticità finanziarie; utilizzando il canale internet, ma prevedendo anche l'accesso telefonico ed il "face to face"; non rilasciando consigli su specifici prodotti ma mettendo a disposizione consigli, informazioni e strumenti di valutazione su temi relativi alla gestione dell'indebitamento, del budget, del pensionamento, della disabilità, dell'acquisto immobiliare e della consulenza finanziaria. Per maggiori informazioni si consulti: www.moneyadvice.org.uk.

⁹ Cfr. 81° e 82° considerando della Direttiva 2006/73/CE.

¹⁰ La direttiva (39/2004/39/CE) MiFID eleva la consulenza finanziaria a servizio d'investimento e ne circoscrive il perimetro nella normativa nazionale e internazionale.

relative a strumenti finanziari»¹¹. Gli elementi distintivi della suddetta definizione di consulenza sono quindi:

- la personalizzazione della raccomandazione che si identifica laddove la proposta sia diretta ad un destinatario ben preciso e sia presentata come adatta per il cliente ossia, basata sulla considerazione delle sue caratteristiche. Occorre perciò che il consulente conduca un'analisi preventiva circa le conoscenze, esperienze ed esigenze finanziarie del cliente, nonché della sua propensione al rischio prima di formulare una raccomandazione. L'elemento della personalizzazione costituisce non solo attributo imprescindibile della fattispecie "consulenza", ma anche fattore di differenziazione del servizio prestato. Come si vedrà oltre, l'offerta di consulenza finanziaria da parte delle diverse tipologie di attori presenta gradi di personalizzazione differenti, in relazione alla profondità di conoscenza del cliente ed alle risorse ad esso dedicate. L'unico confine certo è posto dallo stesso TUF che esclude la presenza di una consulenza personalizzata qualora questa venga diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione, vale a dire tramite strumenti di comunicazione destinati al pubblico in generale. Quando la raccomandazione non si basa sulle caratteristiche della persona, ad esempio l'indicazione di acquistare un titolo al raggiungimento di un certo target di prezzo o di uscire da un certo mercato perché le attese sono ribassiste, si configura come consulenza generica;
- l'oggetto della raccomandazione, che deve riguardare una o più operazioni¹² relative a strumenti finanziari determinati¹³. Il fatto di circoscrivere l'oggetto ad un definito strumento finanziario qualifica la consulenza in materia di investimenti come sottospecie della consulenza generica;
- la responsabilità dell'iniziativa, vale a dire che si configura come consulenza in materia di investimenti sia quella avviata dall'offerente del

¹¹ Art.1, comma 5-septies, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

¹² Operazioni appartenenti ad una delle seguenti categorie: a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento; b) esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario.

¹³ «Therefore, the recommendation of the services of portfolio management is not to be considered as investment advice, because it is not related to a particular financial instrument». Cfr. Committee on European Securities Regulators (2010), *Questions & Answers*, CERS 10/293.

servizio, sia quella fornita in risposta a specifiche richieste del cliente (cosiddetta “consulenza negativa”).

L’impianto normativo della direttiva MiFID I attribuisce all’attività di consulenza in materia di investimenti finanziari un contenuto più ampio rispetto a quello inteso nel lontano passato¹⁴ ma meno pervasivo rispetto alla nozione di consulenza elaborata dalla Consob negli anni precedenti all’adozione della MiFID¹⁵ e suggerisce una maggiore connessione fra consulenza finanziaria e altri servizi di investimento quali: il servizio di collocamento, di ricezione e trasmissione ordini, di negoziazione in conto proprio, prestati dal medesimo soggetto abilitato al servizio di consulenza in materia d’investimenti. La maggiore contiguità scaturisce anche dal fatto che la MiFID I conferma come la consulenza in materia di investimenti possa – ma non debba – essere caratterizzata dall’indipendenza del prestatore del servizio. Ne consegue che la consulenza finanziaria in materia di investimenti può essere offerta sia da soggetti appartenenti a gruppi bancari, sia in concomitanza con altri servizi; può avere ad oggetto anche soltanto i prodotti emessi e/o collocati dall’intermediario ed è ugualmente consentito erogare il servizio di consulenza laddove, sotto determinate condizioni, l’intermediario percepisca un compenso dalle società prodotto.

Nella prestazione del servizio, il consulente deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza e, in particolare, secondo quanto disposto dal regolamento CONSOB l’intermediario deve:

- fornire al cliente o potenziale cliente informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché il cliente o potenziale cliente possa ragionevolmente comprendere la natura e le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti e dello

¹⁴ La consulenza indicata come uno dei servizi di investimento riservati nella Legge n.1 del 1991 era intesa dalla Consob come «analisi e monitoraggio titoli, mediante la distribuzione di rapporti approfonditi con precise raccomandazioni per i clienti, di analisi per gli investitori istituzionali o i dipartimenti di *corporate finance* eseguite su diverse società, nonché pubblicazione di una guida delle borse valori». Cfr. Comunicazione Consob n. BOR/RM/91005437 del 17 ottobre 1991. Con la Direttiva 93/22 CEE, la consulenza non venne ricompresa tra i servizi principali, ma in quelli accessori. La scelta di liberalizzare il servizio fece sì che l’attività fosse consentita agli intermediari autorizzati, ma non attribuita loro in esclusiva né soggetta al regime di autorizzazione amministrativa. Zitiello L., Mocchi F. (2014), “La consulenza finanziaria in materia di investimenti: profili giuridici”, *Quaderno Assiom-Forex*, n. 3, pp. 16-23.

¹⁵ Nella Comunicazione n. DIN/1071590 del 21.9.2001, la Consob distingueva la consulenza “in senso proprio” da quella cosiddetta “incidentale” per l’esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato tra consulente e cliente, per la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati, per l’inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente rispetto agli investimenti consigliati e per la circostanza che l’unica remunerazione percepita dal consulente fosse quella ad esso pagata dal cliente. Tutti questi elementi connotavano la consulenza in senso proprio.

specifico strumento finanziario raccomandato e possa adottare decisioni di investimento informate;

- agire nell'interesse dei clienti e, ogni volta in cui le misure organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse non siano sufficienti ad assicurare che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti stessi sia evitato, il consulente è tenuto a informare i clienti chiaramente, prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti del conflitto affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano;
- osservare le disposizioni legislative, regolamentari e i codici di autodisciplina relativi alla loro attività;
- mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti o dai potenziali clienti o di cui comunque disponga in ragione della propria attività.

In tema di tutela dell'investitore un importante adempimento introdotto dalla direttiva MiFID, in aggiunta ai già menzionati obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza a cui devono uniformarsi i consulenti, è quello dalla verifica dei requisiti di adeguatezza e di appropriatezza. Il grado di tutela che l'intermediario è chiamato a garantire ai suoi clienti, o potenziali clienti, è massimo nel caso di servizi di consulenza e di gestione di portafogli, cioè di quei servizi che possono maggiormente incidere sulle scelte di impiego delle disponibilità. L'impresa di investimento ha quindi il preciso obbligo di valutare ogni singola operazione nell'ambito del servizio di gestione e ogni singola raccomandazione nell'ambito del servizio di consulenza. Affinché un'operazione di investimento possa essere ritenuta adeguata, deve soddisfare congiuntamente determinati criteri quali:

- corrispondere agli obiettivi di investimento del cliente in questione;
- essere di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- essere di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

Le fattispecie dei servizi di investimento interessati dalla valutazione di adeguatezza sono complesse per loro natura, oltre che particolarmente delicate a causa della portata dell'impatto che possono generare sul singolo investitore e sui mercati in generale, si tratta di rapporti contrattuali usualmente ed idealmente durevoli, o comunque percepiti come articolati in numerose operazioni. È pertanto opportuno, tanto per l'intermediario quanto per il

cliente, analizzare e studiare ogni singola potenziale operazione sia nella sua specificità ma anche, e soprattutto, come componenti di un progetto di più ampio respiro. Ad esempio, un'operazione di per sé adeguata, riguardante uno strumento finanziario sufficientemente semplice da essere compreso dal cliente e che impegni una somma di denaro tale da renderne sostenibile il rischio, potrebbe inficiare l'adeguatezza del portafoglio perché la sua realizzazione renderebbe l'insieme degli investimenti del cliente poco diversificati. Sulla questione si esprime anche il Considerando n°57 della Direttiva di II livello: «un'operazione può non essere adatta per il cliente o potenziale cliente a causa dei rischi degli strumenti finanziari in questione, del tipo di operazione, delle caratteristiche dell'ordine o della frequenza delle negoziazioni. Una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adatta se considerata isolatamente, può non essere adatta se la raccomandazione o le decisioni di negoziazione avvengono con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente. Nel caso della gestione del portafoglio, un'operazione può essere inadatta altresì quando produce un portafoglio inadatto». Il mancato rispetto dell'adeguatezza riguardo anche uno solo di questi requisiti impedisce all'intermediario abilitato di procedere con l'offerta del servizio di consulenza e quindi con la raccomandazione¹⁶.

Per completezza, segnaliamo che le informazioni tese ad accertare la conoscenza e l'esperienza del cliente, menzionate nell'ultimo punto, costituiscono il cosiddetto test di appropriatezza. La verifica dell'appropriatezza è obbligatoria per tutti i restanti servizi d'investimento, tranne per la semplice esecuzione di ordini, o ricezione e trasmissione di ordini, aventi per oggetto strumenti finanziari non complessi e su iniziativa del cliente.

Inoltre, le misure destinate a proteggere gli investitori, introdotte dalla direttiva MiFID, sono graduate in relazione alla categoria loro attribuita, vale a dire a seconda che si tratti di: clienti professionali, controparti qualificate o clienti al dettaglio¹⁷. In particolare, la normativa disciplina

¹⁶ Per una analisi critica relativa alle misure adottate per proteggere gli investitori si veda: Moloney N. (2010), *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press.

¹⁷ Il cliente professionale viene descritto come colui che «possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume». Considerando che i clienti professionali dovrebbero poter «individuare autonomamente le informazioni di cui necessitano per prendere una decisione informata e chiedere all'impresa di investimento di fornirgliel» l'intermediario non è tenuto ad attivarsi per fornire informazioni ai clienti professionali, ma sono questi ultimi a dover valutare se sono in possesso delle informazioni necessarie e, se opportuno, chiedere ulteriori informazioni all'impresa di investimento. La controparte qualificata è una sottocategoria dei clienti professionali (ne consegue che tutte le controparti qualificate sono clienti

dettagliatamente gli obblighi informativi e di condotta che l'intermediario deve rispettare quando si relaziona con la clientela al dettaglio, prevede una parziale esenzione dall'applicazione delle regole nei rapporti con i clienti professionali e solleva le imprese di investimento da molti obblighi quando si relazionano con controparti qualificate. Mentre il cliente "di per sé" professionale o qualificato può fare richiesta esplicita di essere considerato cliente appartenente ad altra categoria, al fine di godere di una maggiore o minore tutela, il cliente al dettaglio può domandare di essere classificato come professionale, ma la richiesta trova soddisfazione solo nei casi in cui, in seguito ad un'attenta ed adeguata valutazione delle competenze, delle conoscenze e delle esperienze del cliente, l'intermediario «possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente è in grado di adottare le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume»¹⁸. È importante sottolineare come la direttiva MiFID imponga agli intermediari di elaborare per iscritto ed applicare appropriate politiche e procedure interne relative ai sistemi di classificazione della clientela: tale obbligo ha una notevole rilevanza ai fini di migliorare il livello di trasparenza dei mercati finanziari, ma soprattutto a fini probatori a tutela dell'intermediario accusato di non aver adeguatamente provveduto a classificare in modo opportuno il cliente insoddisfatto.

Sotto il profilo operativo, il servizio di consulenza in materia di investimenti offerto dalle imprese di investimento italiane si è articolato in tre modelli, differenziati per estensione delle raccomandazioni e conseguente creazione di valore della relazione con il cliente, nonché per modalità di remunerazione del servizio. Il primo modello è quello della cosiddetta consulenza di base, generalmente erogata all'occorrenza, in merito a singoli strumenti finanziari rientranti nel novero di prodotti a catalogo che l'intermediario ritiene adeguati al profilo del cliente. La consulenza di base è sempre abbinata ai servizi esecutivi di collocamento o di negoziazione ed è proposta al segmento *gross market*. In alcuni casi viene offerto un servizio di monitoraggio dei singoli strumenti rispetto al profilo di rischio del cliente che conduce

professionali, ma non tutti i clienti professionali sono controparti qualificate). Rientrano tra le controparti qualificate le imprese di investimento, gli enti creditizi, le imprese di assicurazioni, gli OICVM e le loro società di gestione, i fondi pensione e le loro società di gestione, altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario. Il cliente al dettaglio è colui che non può essere classificato come professionale, si tratta quindi di soggetti che non possiedono l'esperienza e le competenze in materia di investimenti proprie dei clienti professionali e che pertanto necessitano di un maggior livello di tutela e protezione. Per tali ragioni, nei rapporti con essi gli intermediari sono tenuti a rispettare integralmente le norme di condotta previste dalla Direttiva di II livello.

¹⁸ Allegato II, punto 2, sez. I della Direttiva MiFID.