

*La sfida della consulenza  
finanziaria indipendente  
Una panoramica internazionale*

**Massimo Scolari**  
**Presidente Ascosim**

Milano, 25 novembre 2015

# L'importanza della consulenza in mercati complessi

- Un sempre maggior numero di investitori opera nei mercati finanziari.
- L'offerta di servizi e strumenti sempre più **ampia e complessa**.
- La crescente dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate ha reso necessario considerare la **consulenza** in materia di investimenti come servizio di investimento **soggetto ad autorizzazione** e a **specifiche norme di comportamento**.

# Consulenza finanziaria e protezione degli investitori

- Per l'importanza delle raccomandazioni personalizzate e della crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare **al fine di accrescere la tutela degli investitori.**
- Al fine di definire ulteriormente il quadro regolamentare per la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti, **lasciando nel contempo la scelta alle imprese di investimento e ai clienti**, è opportuno stabilire le condizioni per le prestazioni del servizio su **base indipendente.**

# Regolamentazioni nazionali

- Mentre Mifid2 prosegue il suo lento percorso legislativo che la porterà, salvo possibili dilazioni, ad entrare in vigore nel **gennaio 2017**, in Europa ed in altri paesi extra-Ue si sono sviluppate **regolamentazioni nazionali** del servizio di consulenza in materia di investimenti.



# Il mercato della consulenza finanziaria Usa

- La consulenza viene fornita dai Registered Investment Advisors (RIAs) e dai Brokers-Dealers (BDs).
- Si contano 26 mila RIAs, 11 mila registrati presso Sec e 15 mila registrati nei diversi Stati (13 mln di clienti con 38 mila mld \$ sotto consulenza).
- Si stima che il 34% degli investitori retail siano assistiti da consulenza.

# Le regolamentazioni federali dei consulenti finanziari

- RIAs e BDs sono soggetti a distinte regolamentazioni federali
- BDs sono soggetti alla Securities Exchange Act del 1934 (obbligo di Suitability, registrati e vigilati da Finra, istituzione indipendente e self-regulated)
- RIAs sono soggetti alla Investment Advisers Act del 1940 (Fiduciary Agreement, IA agisce nel solo interesse del cliente, assenza di conflitti di interesse)
- I soggetti che forniscono consulenza previdenziale (Employer-sponsored retirement plans) possono essere regolamentati anche dal Department of Labor (DOL) come fiduciari soggetti all'Employee Retirement Income Security Act of 1974 ("ERISA").

# Sviluppi recenti

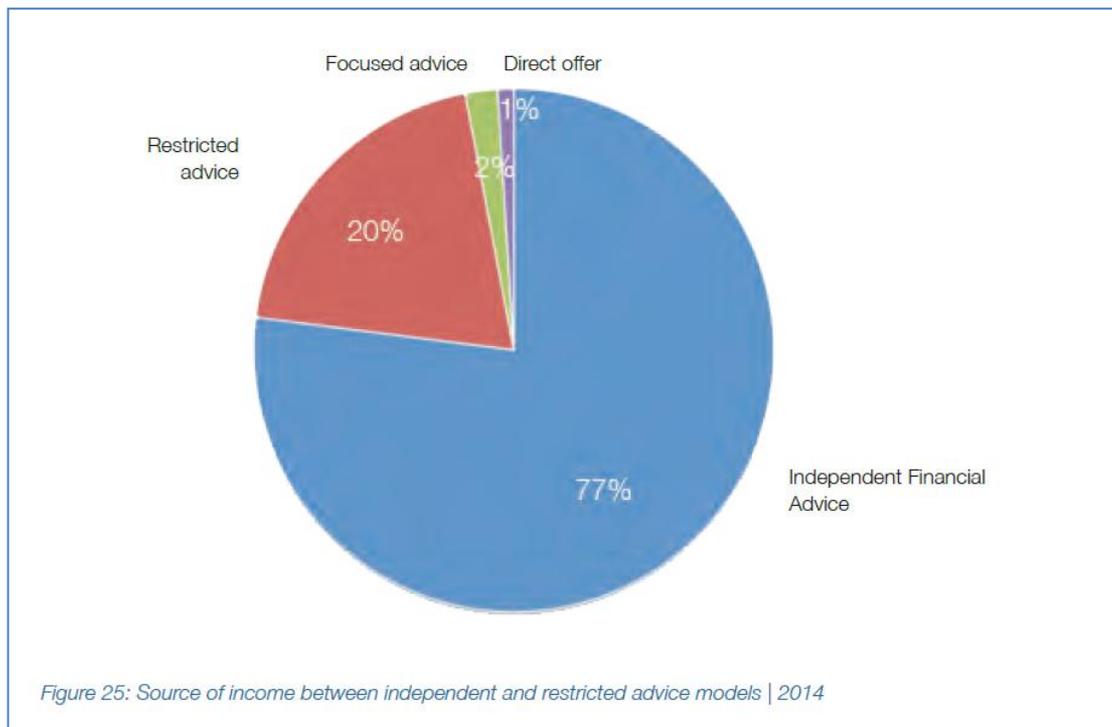
- La Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 ha dato alla Sec il potere di adottare una standard uniforme per I RIAs e I BDs per la consulenza finanziaria personalizzata indicando che tale standard non dovesse essere meno stringente del 1940 Act.
- Recentemente il Department Of Labour ha proposto di sottoporre a Fiduciary Agreement i soggetti che svolgono la consulenza in materia previdenziale.



## Il mercato della consulenza UK

- Si stima che il 34% degli investitori si affidino stabilmente ai consulenti mentre il 37% assumono decisioni di investimento in autonomia
- In UK operano complessivamente 31 mila Financial Advisor e 14 mila società di consulenza a cui fanno capo 21 mila advisors (2014).
- I soggetti che prestano consulenza sono distinti tra Independent e Restricted Financial Advisors in funzione dell'ampiezza degli strumenti finanziari considerati.

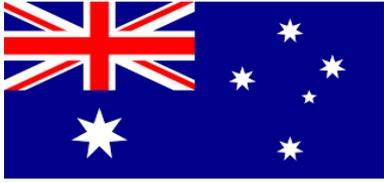
# Distribuzione Financial Advisors in UK Independent vs Restricted



# La regolamentazione UK

## Retail and Distribution Review

- Nel 2006 l'Authority inglese FSA lanciò la Retail and Distribution Review (RDR) che introduceva numerosi cambiamenti nel servizio di consulenza. La RDR è entrata in vigore all'inizio del 2013.
- RDR ha introdotto il divieto di ricezione di incentivi
- Sono inoltre richiesti standard di qualificazione più elevati, Qualifications and Credit Framework (QCF) Level 4 che (Level 4 Diplomas in Financial Planning, Investment Planning, Banking, Investment Advice, Financial Advice).



# Il mercato della consulenza Australia

- In Australia operano circa 17-20 mila financial advisors.
- Si stima che il 10% degli investitori si affidano stabilmente ad un consulente. Il 20-40% consulta un advisor saltuariamente.
- I consulenti devono ottenere la Australian financial services license (AFSL) che prevede i requisiti contenuti nella ASIC's Regulatory Guide 146.

# Future of Financial Advice (FoFA)

- Il Governo australiano ha varato la riforma Future of Financial Advice (FoFA) finalizzata ad accrescere l'integrità del mercato della consulenza e a mitigare i conflitti di interesse
- La FoFA è stata approvata dal Parlamento ed è entrata in vigore il 1° luglio 2012 (compliance volontaria fino al 1° luglio 2013, poi obbligatoria).
- Divieto di percezione di incentivi, obbligo di rinnovo accordo contrattuale ogni due anni, rendicontazione annuale delle commissioni, divieto di ricevere incentivi non monetari (Soft dollars) superiori a 300AUD



# Il mercato della consulenza Germania

- Secondo alcune fonti il 33% degli investitori tedeschi usufruisce di un servizio di consulenza fornito da intermediari e financial advisors.
- Il mercato della consulenza vede la predominanza delle banche rispetto ai consulenti indipendenti
- Il modello di remunerazioni più utilizzato è quello delle commissioni

# Sviluppi della regolamentazione

- In Aprile 2011 è stata approvata una nuova legge (Act relating to Strengthening Investor Protection and Improving the Functionality of the Capital Market) entrata in vigore nel novembre 2012 (informazioni sui prodotti consigliati e qualificazione degli advisors)
- La Fee-Based Investment Advice Act è entrata in vigore nell'agosto 2014. Divieto di inducements. Gli advisors fee-based sono iscritti in un registro presso la BaFin (Honoraranlageberater-Register, ad oggi 17 società iscritte)

# Altri paesi europei

- **Olanda.** Il Governo olandese ha proibito gli incentivi sulla distribuzione e consulenza sui prodotti finanziari alla clientela retail dal 2013 per alcuni prodotti (mutui, assicurazioni, prodotti complessi) ed estesa ai fondi di investimento dal 2014.
- **Danimarca.** Una regolamentazione sui pagamenti delle commissioni per i broker assicurativi indipendenti è in vigore dal 2006 anche se è stata implementata solo a partire dal 2011.
- **Svezia.** Nel maggio 2015 l'Authority svedese FSA ha proposto l'introduzione del divieto di incentivi nella distribuzione dei prodotti finanziari (Si noti che in Svezia i financial advisor sono iscritti come agenti assicurativi, ma art.91 di Mifid2 consente agli Stati Membri di disciplinare gli incentivi sulla distribuzione di prodotti assicurativi su base nazionale).
- **Svizzera.** E' stato pubblicato un position paper che adotta alcuni requisiti in linea con la Direttiva Mifid. Il Governo sta preparando una proposta di legge per il settore dei servizi finanziari

# Impatto settoriale della regolamentazione

Table 3.1 Product/sales channel scope

	UK	NL	DEN	SWE	FIN	AUS
General insurance						
Income/payment protection insurance						
Consumer credit						
Mortgages						
Life insurance (no investment)						
Life insurance (investment)						
Standard savings products						
Investment funds						

-  all distributors
-  independent brokers, mainly with business clients
-  industry self-regulation of brokers
-  proposed regulation

Note: The size of the bubbles indicates the relative scale of the distribution sector affected by regulation.

Source: Oxera.

# Alcune domande chiave sulla consulenza finanziaria indipendente

- La consulenza finanziaria indipendente aggiunge **valore** e accresce la protezione degli investitori in misura superiore ai **costi** ?
- Le restrizioni sugli inducements riducono il **numero** dei financial advisors ed il numero dei clienti assistiti (**Advice gap**) ?
- La consulenza indipendente può contribuire a migliorare l'**educazione finanziaria** dei risparmiatori ?

# Impatto dei conflitti di interesse nel servizio di consulenza

- Numerosi studi empirici hanno messo in rilievo il contributo negativo al rendimento del portafoglio dei conflitti di interesse nel servizio di consulenza.
- Uno degli studi maggiormente citati a questo proposito è stato pubblicato da A. Hackethal, M. Haliassos, and T. Jappelli, “Financial Advisers: A Case of Babysitters?” (*Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, No. 2, 2012) che prende in esame un campione di clienti di una banca tedesca esaminando i risultati dei clienti che hanno ricevuto consulenza rispetto ai soggetti che hanno operato in autonomia.
- Medesimi risultati vengono individuati da un altro studio sulla distribuzione dei Fondi di Investimento negli Usa (D. Bergstresser , J. Chalmers , P. Tufano, “Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry” Settembre 2007).
- Per una rassegna recente delle ricerche sul tema dell’impatto dei conflitti di interesse nei servizi di investimento si può consultare: J. Burke, A. A. Hung, J. Clift, S. Garber, and J. K. Yoong, “Impacts of Conflicts of Interest in the Financial Services Industry», Working Papers, Febbraio 2015





## Department of Labor Proposes Rule to Address Conflicts of Interest in Retirement Advice, Saving Middle-Class Families Billions of Dollars Every Year

- Uno studio del White House Council of Economic Advisers analysis ha calcolato che I conflitti di interesse determinano una perdita annuale di circa 1 % all'anno, ossia circa 17 mld \$ per gli investitori .
- Un punto % di minor rendimento annuale può comportare una riduzione del capitale in misura di un quarto in 35 anni.
- In altre parole, un capitale di \$10.000 , anzichè rivalutarsi nel periodo a \$38.000 al netto dell'inflazione, si potrebbe ridurre a \$27.500 \$.



*"Today, I'm calling on the Department of Labor to update the rules and requirements that retirement advisors put the best interests of their clients above their own financial interests. It's a very simple principle: You want to give financial advice, you've got to put your client's interests first."*

*- President Barack Obama, February 23, 2015*

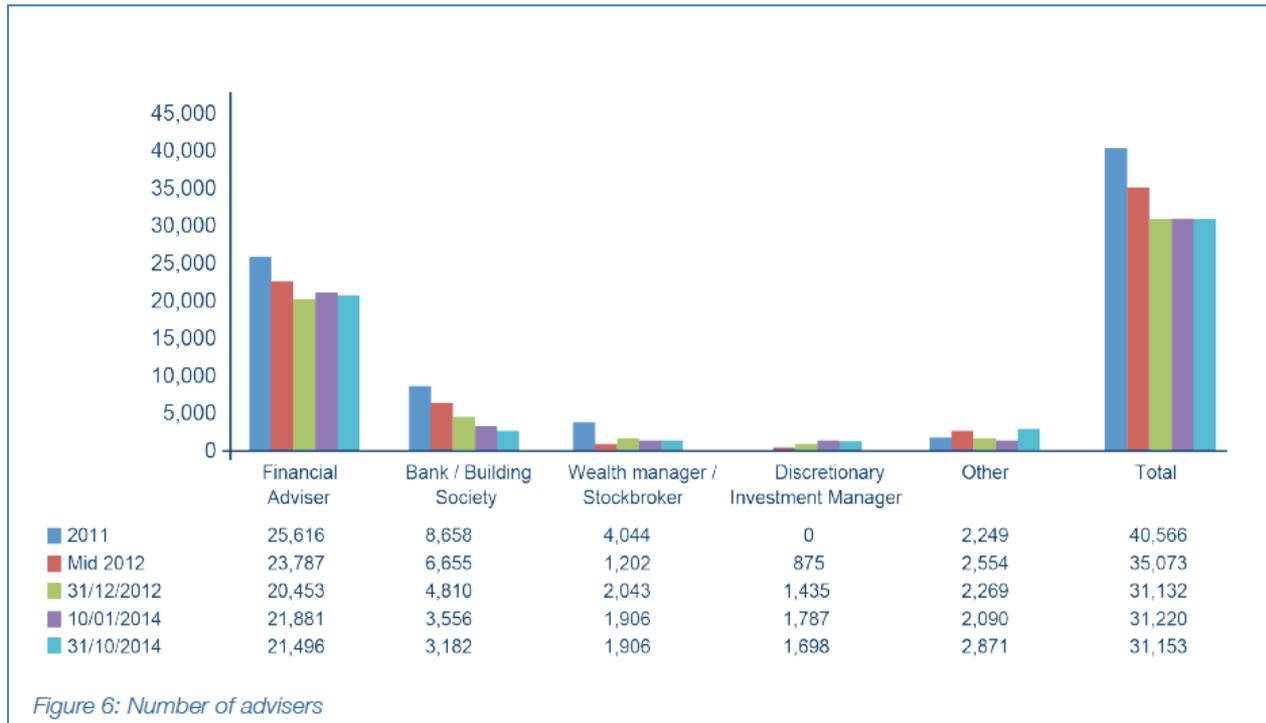
# Gli effetti “indesiderati” delle restrizioni agli incentivi nella consulenza

- I clienti, soprattutto con patrimoni di minore entità, non sono disponibili a pagare una parcella per il servizio di consulenza
- Il forzato abbandono della modalità di remunerazione tramite incentivi determina una contrazione del mercato della consulenza con una diminuzione del numero dei consulenti e conseguentemente del numero dei clienti serviti (Advice gap).
- I clienti “abbandonati” dai consulenti si rivolgono a servizi di investimento fai-da-te (es. piattaforme) con potenziali effetti negativi sul grado di protezione dei risparmiatori (bias finanza comportamentale).
- L’esperienza Uk, dopo due anni dall’avvio della RDR, può fornire qualche indicazione.



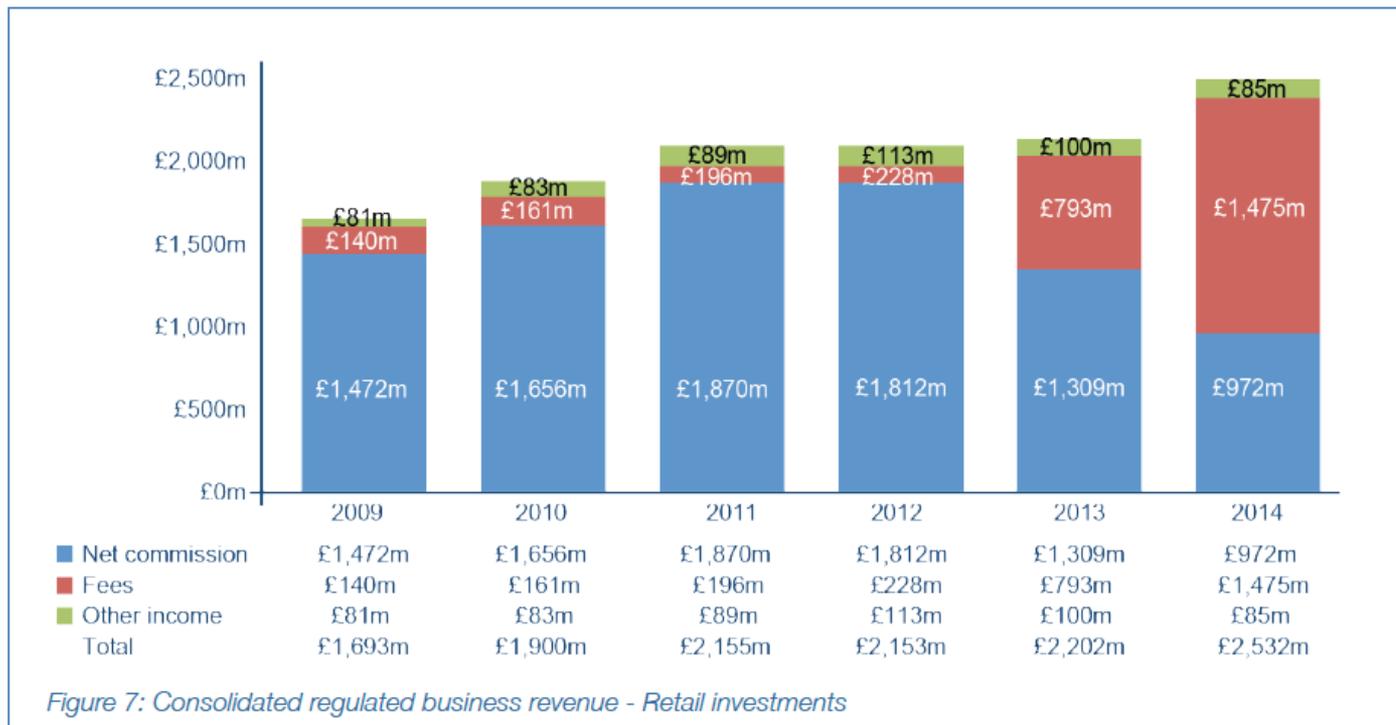
# Impatti della RDR

## Numero dei Financial Advisers



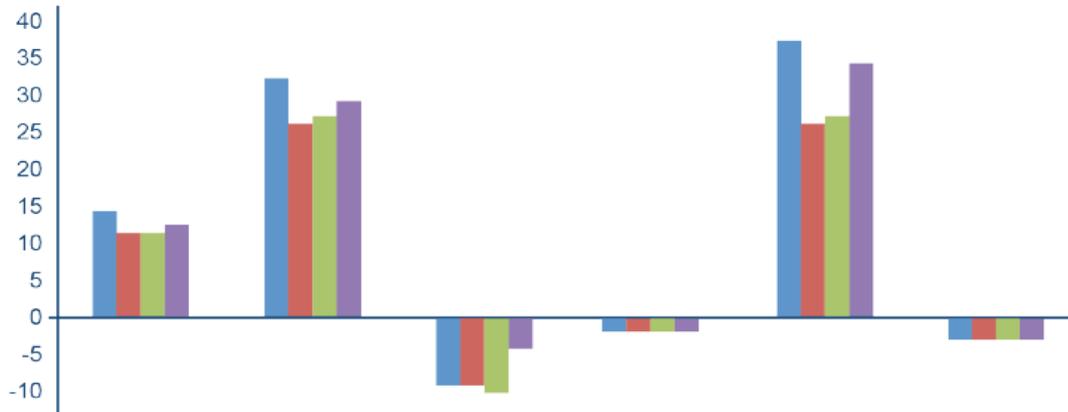
# Impatto della RDR

## Le commissioni



# Variazione del numero dei clienti

Figure 32 shows the movement in the number of clients for each quarter throughout 2014.

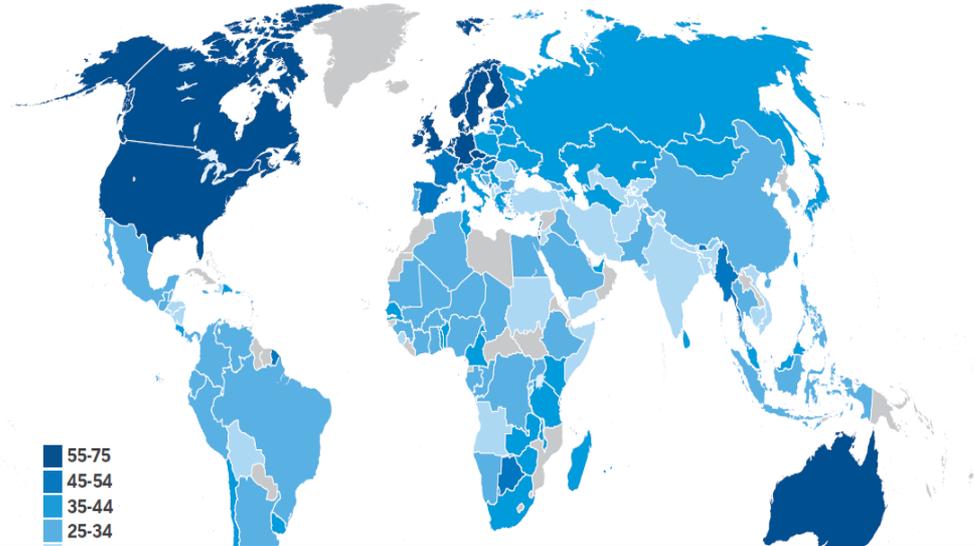


	New transactional clients	New relationship clients	Clients stopped servicing	Clients lost (they terminated)	Net new clients	Clients refused to take on
■ Q1   2014	14	33	-9	-2	37	-3
■ Q2   2014	11	26	-9	-2	26	-3
■ Q3   2014	11	27	-10	-2	27	-3
■ Q4   2014	12	29	-4	-2	34	-3

Figure 32: Movement in number of clients

# Financial Education around the world

**MAP 1: GLOBAL VARIATIONS IN FINANCIAL LITERACY**  
(% OF ADULTS WHO ARE FINANCIALLY LITERATE)



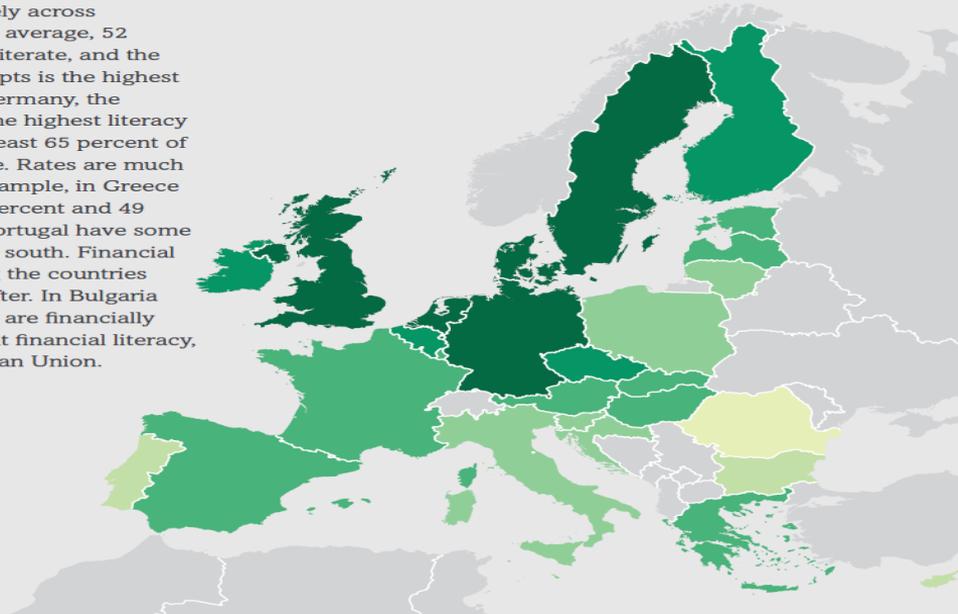
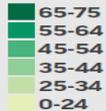
Nei paesi in cui è maggiormente sviluppata la consulenza finanziaria si osserva un livello più elevato di educazione finanziaria

# Educazione finanziaria nei paesi europei

## BOX 1: A DIVIDED EUROPEAN UNION

### MAP 2: NORTHERN EUROPE LEADS IN FINANCIAL LITERACY (% OF ADULTS WHO ARE FINANCIALLY LITERATE)

Financial literacy rates vary widely across the European Union (Map 2). On average, 52 percent of adults are financially literate, and the understanding of financial concepts is the highest in northern Europe. Denmark, Germany, the Netherlands, and Sweden have the highest literacy rates in the European Union: at least 65 percent of their adults are financially literate. Rates are much lower in southern Europe. For example, in Greece and Spain, literacy rates are 45 percent and 49 percent, respectively. Italy and Portugal have some of the lowest literacy rates in the south. Financial literacy rates are also low among the countries that joined the EU in 2004 and after. In Bulgaria and Cyprus, 35 percent of adults are financially literate. Romania, with 22 percent financial literacy, has the lowest rate in the European Union.



Source: S&P Global FinLit Survey

Grazie per l'attenzione