



Rapporto di ricerca

GLI EFFETTI DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE (MiFID II): L'INFORMATIVA SUI COSTI E SUGLI ONERI CONNESSI

Parte I - Informativa *ex ante*

Executive summary

Una delle novità più rilevanti della Direttiva MiFID II, entrata in vigore il 3/1/2018, è l'introduzione dell'obbligo per le imprese di investimento di sottoporre ai clienti un prospetto dei costi applicati quali – ad esempio – commissioni di deposito, di gestione, di consulenza, e ogni altro costo applicato che alla fine grava sulla *performance* per l'investitore. Tale informativa deve essere consegnata sia *ex ante*, all'apertura della relazione, sia *ex post* con riferimento al rendiconto di fine periodo.

Il tema ha sollevato grande interesse nel 2019, in relazione al fatto che alla data del 30 giugno numerosi intermediari finanziari non avevano ancora provveduto alla rendicontazione. La stampa ha dedicato attenzione al tema e la Consob ha sentito l'esigenza di pubblicare un richiamo di attenzione sugli obblighi cogenti.

La ricerca, realizzata in collaborazione fra Moneyfarm e la School of Management del Politecnico di Milano, si pone l'obiettivo di analizzare in ottica comparata la reportistica *ex ante* ed *ex post* prodotta da 20 fra i più importanti intermediari finanziari operanti in Italia, focalizzati su una clientela *retail* e *mass affluent*. I servizi che sono stati considerati sono quelli di consulenza in materia di investimenti – di seguito anche “consulenza finanziaria” o “consulenza” (offerta da tutti gli intermediari finanziari) e di gestione di portafogli – di seguito anche “gestione patrimoniale” – (offerta da 16 su 20).

Questo documento riassume i risultati della prima parte della ricerca, relativi all'analisi dell'informativa *ex ante* fondati non soltanto su quanto richiesto dalla normativa, ma anche sulle buone prassi operative. Solo il 25% della documentazione relativa alla consulenza finanziaria e alla gestione di portafogli riporta la totalità delle informazioni raccomandate dalla disciplina MiFID II. L'informativa è spesso carente rispetto ai costi per operazioni, alle spese per i servizi accessori e ai costi accessori (commissioni di *performance*). Le spese correnti e le spese *una tantum* sono più frequentemente dettagliate. I costi vengono esplicitati in valore assoluto nel 45% dei casi per la consulenza finanziaria e nel 19% per la gestione di portafogli. Solo nel 40% delle richieste relative alla consulenza finanziaria la documentazione è stata consegnata in forma digitale o cartacea mentre tale percentuale sale al 69% per la gestione di portafogli.

Il quadro che emerge da questa prima parte della ricerca, secondo i suoi autori, è la necessità per gli intermediari finanziari di migliorare l'informativa *ex ante*, in coerenza con lo ‘spirito’ della normativa. L'auspicio è che questa analisi comparata serva proprio come stimolo per valorizzare le ‘buone pratiche’ - al di là del semplice obbligo normativo - e rendere sempre più efficiente la trasparenza delle informazioni.

Presentazione

Massimo Scolari

(presidente ASCOFIND, Associazione per la Consulenza Finanziaria Indipendente)

La Direttiva MiFID II, entrata in vigore dall'inizio del 2018, comincia ad esercitare effetti importanti sul mercato finanziario.

Uno dei principali cambiamenti introdotti dalla Direttiva consiste nell'obbligo, da parte delle imprese di investimento e degli intermediari, di fornire un'informazione completa ed esaustiva, anche in valore monetario, sui costi ed oneri applicati ai servizi di investimento e ai prodotti finanziari, sulla base di schemi standardizzati elaborati dal legislatore.

Si tratta di un grande passo in avanti per promuovere una maggiore trasparenza e concorrenzialità sul mercato. Per effettuare scelte di investimento in modo consapevole, i risparmiatori devono essere debitamente informati non solo sui rischi connessi all'investimento, ma anche sui costi che gravano sulle diverse tipologie di servizi e strumenti finanziari.

Molti operatori hanno messo a punto programmi informatici e rendicontazioni adeguate allo scopo di fornire ai propri clienti l'informazione secondo le indicazioni normative. Tuttavia, non tutti gli intermediari hanno corrisposto pienamente alle attese della nuova regolamentazione.

La ricerca sul campo condotta da Moneyfarm e dalla School of Management del Politecnico di Milano mette in luce infatti, con molta chiarezza, l'insufficienza dell'informazione fornita ai clienti sui costi ed oneri dei servizi di investimento da parte di molti operatori.

Le lacune osservate nei rendiconti forniti da primari intermediari e imprese di investimento risultano ancora più significative se si rammenta che l'avvio della nuova Direttiva europea era stata posticipata di 12 mesi proprio per consentire a tutti gli intermediari di prepararsi adeguatamente all'adempimento dei nuovi obblighi di trasparenza (l'avvio infatti era originariamente previsto da gennaio 2017).

A 18 mesi dall'entrata in vigore della disciplina MiFID II, le informazioni sui costi dei servizi di investimento e sui prodotti finanziari, da quanto rivelato dalla ricerca, vengono spesso fornite in modo incompleto, con modalità non formalizzate e senza indicarne l'impatto sul rendimento.

La mancata aderenza agli schemi adottati dal legislatore europeo riduce la trasparenza e la confrontabilità delle condizioni economiche applicate agli utenti dei servizi di investimento e impedisce una valutazione obiettiva degli impatti dei costi sul rendimento.

L'ottenimento di informazioni chiare e complete sui costi dei servizi di investimento e dei prodotti finanziari, oltre ad essere un dovere degli intermediari, è un diritto per tutti i risparmiatori e investitori. È bene che i clienti siano quindi più attivi nel richiedere che questo diritto sia garantito sia dall'avvio del rapporto con l'impresa di investimento, sia nella rendicontazione successiva.

Gli effetti della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II): l’informativa sui costi e sugli oneri connessi

Introduzione

La Direttiva 2014/65/UE, meglio conosciuta come Direttiva MiFID II, disciplina con effetto dal 2018 i mercati finanziari dell’Unione Europea con l’obiettivo di assicurare trasparenza e protezione a favore degli investitori. Essa introduce una serie di requisiti applicati ai rapporti tra risparmiatori da una parte e produttori e distributori di strumenti finanziari dall’altra.

La Direttiva (art. 24) prevede tra l’altro l’obbligo per le imprese di investimento di presentare agli investitori chiaramente e in forma aggregata costi e oneri applicati per il servizio di investimento e per la realizzazione e gestione degli strumenti finanziari. La Direttiva è completata da (1) una normativa di secondo livello (Regolamento Delegato UE 2017/565) che puntualizza nel dettaglio gli obblighi e - fra l’altro - definisce le singole voci di costo che devono essere comunicate al cliente, come commissioni di deposito, di gestione, di consulenza, di *performance* ecc. (2) dai chiarimenti forniti dall’ESMA in forma di Q&A su alcuni aspetti di tali nuovi adempimenti informativi.

In Italia il Regolamento Intermediari adottato dalla Consob nel mese di febbraio 2018 precisa che le informazioni sui costi devono essere presentate in forma aggregata con periodicità almeno annuale per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica, per tutto il periodo dell’investimento.

Il tema è di grande attualità, se è vero che a partire dal 2017 Abi, Assoreti, Assosim e Assogestioni hanno chiesto chiarimenti all’ESMA e a Consob sia sull’informativa *ex ante* sia sulla informativa *ex post* periodica (c.d. rendicontazione) da fornire alla clientela, elencando tutti i dubbi interpretativi, evidenziando le implicazioni operative e sollecitando la fornitura di chiarimenti in tempo utile rispetto alla entrata in vigore dei nuovi obblighi. Nel febbraio 2019 le associazioni citate si sono coordinate per identificare le questioni interpretative inerenti entrambe le informative ancora non chiarite dall’ESMA nelle proprie Q&A, con l’obiettivo di rendere consapevole l’autorità europea. Alcuni soggetti come ANASF, Ascofind e Moneyfarm si sono schierati contro ogni ipotesi di rinvio o ‘depotenziamento’ degli obblighi, pure ipotizzati dalla stampa.

Il 28/2/2019 la Consob ha pubblicato un “richiamo di attenzione sui costi e gli oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento e accessori e agli strumenti finanziari” riaffermando gli obblighi di legge vigenti che impongono “in modo incondizionato, chiaro ed esplicito, agli intermediari di fornire agli investitori, *ex ante* ed *ex post*, informazioni in forma aggregata su tutti i costi ed oneri connessi ai servizi prestati ed agli strumenti finanziari, per consentire al cliente di conoscere il costo totale ed il suo effetto complessivo sul rendimento. Su richiesta del cliente, tali informazioni devono essere presentate anche in forma analitica”. Inoltre Consob ha chiesto agli operatori di indicare nella “Relazione sui servizi” (ovvero “Relazione sulla Struttura Organizzativa”, nel caso delle SGR) i presidi adottati per la trasparenza sui costi e gli oneri connessi alla prestazione di servizi di investimento e accessori e agli strumenti finanziari. Ai responsabili della funzione di *compliance* spetta indicare nelle relative relazioni annuali gli esiti dei controlli effettuati sul tema.

Nel periodo tra ottobre 2016 e maggio 2019 l’ESMA ha pubblicato in più *tranches* una serie di chiarimenti nella forma di Q&A inerenti in particolare i seguenti aspetti:

- i) il contenuto minimale dell'informativa da rendere in forma aggregata al cliente e di quella di dettaglio da fornire in caso di richiesta del cliente (Q&A 13);
- ii) le metodologie di calcolo dei costi e oneri (Q&A 1, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 14, 15, 17, 20, 29, 30);
- iii) l'impostazione dell'informativa *ex ante* (Q&A 22);
- iv) le modalità con le quali rendere l'informativa *ex ante* sui costi dei servizi che non sono tarati con specifico riferimento alla singola operazione (Q&A 23) e nel caso di prestazione del servizio di gestione di portafogli (Q&A 24);
- v) le modalità con le quali considerare le imposte nel calcolo dell'importo aggregato dei costi e oneri (Q&A 26);
- vi) la forma grafica di rappresentazione dell'impatto dei costi sul rendimento (Q&A 1);
- vii) la tempistica con la quale rendere l'informativa *ex ante* nel caso in cui il cliente impartisca gli ordini telefonicamente (Q&A 28);
- viii) la frequenza di invio dell'informativa *ex post* periodica (Q&A 5);
- ix) la terminologia dell'informativa (Q&A 25).

I principali elementi che emergono come 'buone pratiche' sono i seguenti:

- l'informativa *ex ante* sui costi e oneri non può essere generica ma deve essere elaborata sulla base della specifica operazione, dello specifico strumento finanziario considerato e del servizio (di investimento o accessorio) prestato;
- laddove non ci siano costi del prodotto non inclusi nel prezzo dello stesso né ulteriori o non sia richiesta normativamente l'indicazione dei costi del prodotto, l'informativa *ex ante* può essere fornita utilizzando griglie e tabelle indicanti i costi relativi al servizio e alla categoria di strumento finanziario offerta, nel rispetto dei requisiti previsti dalla normativa MiFID II;
- nel predisporre l'informativa, gli intermediari dovrebbero utilizzare la stessa terminologia della normativa MiFID II; i termini commerciali, sebbene consentiti, dovrebbero essere definiti facendo riferimento al *wording* della normativa MiFID II;
- mentre l'indicazione delle imposte relative ai ricavi generati dagli investimenti è discrezionale, gli intermediari sono tenuti a indicare le imposte relative al servizio prestato.

Per quanto riguarda la gestione di portafogli, è stato chiarito che la *disclosure ex ante* dei costi e oneri, che deve sicuramente essere effettuata prima della prestazione del servizio, non è richiesta per ogni singola decisione di investimento assunta nell'esecuzione del mandato di gestione.

La *disclosure ex ante* deve basarsi sul valore degli asset conferiti in gestione (come indicato dal cliente prima della prestazione del servizio) e sul portafoglio di riferimento corrispondente al profilo/obiettivi del cliente e - per i mandati di gestione *bespoke* - alla strategia che sarà perseguita dall'intermediario.

Riteniamo che sia una buona prassi quella di fornire alla clientela un'informativa anche più dettagliata rispetto a quanto richiesto dalle norme, ad esempio prevedendo una *disclosure ex ante* dei costi relativi agli strumenti finanziari per categorie di strumenti caratterizzati dalla stessa struttura di costo.

Gli ulteriori chiarimenti forniti dall'ESMA, certamente utili a illustrare alcuni temi interpretativi degli operatori, mirano a un sempre maggiore allineamento e armonizzazione delle *practices* degli operatori in materia, fondamentale per consentire l'effettiva comparabilità dei costi dei servizi proposti dai diversi intermediari.

Nei fatti, come riportato dalla stampa¹, l'invio delle rendicontazioni *ex post* è andato molto a rilento. Le istituzioni che hanno inviato per prime la documentazione sono state Euclide SIM e Moneyfarm. Altri intermediari finanziari hanno provveduto fra giugno e luglio 2019, con riferimento all'annualità 2018.

La ricerca svolta dal Politecnico di Milano - School of Management, commissionata da Moneyfarm, si pone l'obiettivo di analizzare la reportistica che viene messa a disposizione degli investitori e del mercato a un anno dall'entrata in vigore della MiFID II, sia *ex ante* (ovvero prima dell'investimento, per capire quali costi saranno caricati), sia *ex post* (ovvero a consuntivo, per capire i costi effettivi).

¹ Si veda Il Sole 24 Ore, 8 febbraio 2019 ("Risparmio, più lontana la trasparenza sui costi"), 6 aprile 2019 ("Ecco i primi rendiconti dei costi inviati ai clienti"), 22 giugno 2019 ("Risparmio, la melina su costi chiari sta per finire"). Si vedano anche Milano Finanza, 22 giugno 2019 ("Trasparenza rimandata") e l'Economia - Il Corriere della Sera, 24 giugno 2019 ("Portafogli, fate il *check up* dei costi")

Il nostro studio si focalizza esattamente sull'obiettivo di identificare le 'migliori pratiche' al di là degli obblighi minimi di legge. Si tratta di verificare:

1. se la documentazione è formalmente in linea con quanto previsto obbligatoriamente e/o raccomandato da MiFID II;
2. se la documentazione è accessibile in modo semplice e diretto;
3. se nella sostanza i costi e gli oneri a carico dei clienti sono espressi chiaramente così che tutti, anche persone poco avvezze agli investimenti, possano capire quanto pagano agli intermediari e a quanto ammonta l'impatto dei costi sui rendimenti.

La metodologia della ricerca ha seguito queste attività:

1. raccolta dell'informativa *ex ante* ed *ex post* dai principali intermediari finanziari italiani che servono un pubblico *retail*; la raccolta è stata effettuata direttamente sulla rete Internet oppure attraverso richieste di contatto, senza menzionare la finalità (simulando quindi l'approccio di un normale investitore, per non condizionarne l'esito);
2. esame della documentazione raccolta;
3. intervista con le principali società di consulenza attive sul tema, per capire le aspettative sugli effetti di MiFID II e le prospettive di sviluppo del mercato.

Selezione del campione

Come campione per l'analisi sono stati selezionati i maggiori intermediari finanziari presenti su tutto il territorio nazionale e focalizzati su una clientela *retail* e *mass affluent*, allo scopo di fotografare al meglio la situazione italiana.

Gruppo	Intermediario finanziario	Ranking Assogestioni	Socio ordinario AIPB	Socio Assoreti
Allianz	Allianz Bank Financial Advisors (www.allianzbank.it)	6	✓	✓
Azimut	Azimut Capital Management SpA (www.azimut.it)	10		✓
Gruppo Generali	Banca Generali Private (www.bancageneraliprivate.it)	1	✓	✓
Banco BPM	Banco BPM SpA (www.bancobpmspa.com) - Banca Aletti (www.alettibank.it)	24	✓	
BNP Paribas	BNL (www.bnl.it)	9		
	BNP Paribas- Life Banker (lifebanker.bnl.it)			✓
BPER Banca	BPER Banca (www.bper.it)	27	✓	✓
Credito Emiliano	CREDEM Credito Emiliano SpA (www.credem.it)	12		✓
Deutsche Bank	Deutsche Bank SpA (www.deutsche-bank.it)	26	✓	✓
	DB Financial Advisor (www.dbfinancialadvisor.it)			✓
Fineco	Fineco Bank SpA (www.fineco.it)	-	✓	✓
ING	ING Bank (www.ingbank.it)	-		✓
Gruppo Intesa Sanpaolo	Fideuram (www.fideuram.it)	2	✓	✓
	Intesa San Paolo private banking SpA (www.intesasanpaoloprivatebanking.it)		✓	✓
Mediobanca	CheBanca! (www.chebanca.it)	17	✓	✓
Mediolanum	Banca Mediolanum (www.bancamediolanum.it)	29	✓	✓
Gruppo MPS	Banca Widiba SpA (www.widiba.it)	18		✓
UBI Banca	IW Bank (www.iwbank.it)	-		✓
Unicredit	Unicredit (www.unicredit.it)	-	✓	✓
Unipol	Unipol Banca SpA (www.unipolbanca.it)	-		✓

Tabella 1

Gli intermediari finanziari selezionati per la ricerca

Tabella 2

Allegato II del Regolamento Delegato (UE) 2017/565. La Tabella descrive le voci di costo che i soggetti che erogano servizi di investimento e consulenza finanziaria devono comunicare ai clienti periodicamente, per tutta la durata dell'investimento

ALLEGATO II		
Costi e oneri		
Voci di costo da inserire tra i costi da comunicare al cliente ⁽¹⁾		
Tabella 1 — Tutti i costi e gli oneri connessi addebitati al cliente per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori che dovrebbero essere inseriti nell'importo da comunicare		
Voci di costo da comunicare		Esempi
Spese una tantum per la prestazione di un servizio di investimento	Tutti i costi e oneri pagati all'impresa di investimento all'inizio o alla fine del servizio o dei servizi di investimento prestati	Commissioni di deposito, commissioni di cessazione e costi di trasferimento ⁽²⁾
Spese correnti per la prestazione di un servizio di investimento	Tutti i costi e oneri correnti pagati all'impresa di investimento per i servizi prestati al cliente	Commissioni di gestione, commissioni di consulenza, commissioni di custodia
Tutti i costi per operazioni avviate nel corso della prestazione di un servizio di investimento	Tutti i costi e oneri inerenti alle operazioni effettuate dall'impresa di investimento o da altre parti	Commissioni di intermediazione ⁽³⁾ , spese di entrata e di uscita pagate al gestore del fondo, commissioni della piattaforma, maggiorazioni (integrate nel prezzo dell'operazione), imposte di bollo, imposte sulle operazioni e costi di cambio
Spese per servizi accessori	Tutti i costi e oneri per servizi accessori non inclusi nei costi sopra indicati.	Costi di ricerca Costi di custodia
Costi accessori		Commissioni di performance

⁽¹⁾ Per costi di trasferimento s'intendono gli eventuali costi a carico dell'investitore che passa da un'impresa di investimento a un'altra.
⁽²⁾ Per commissioni di intermediazione s'intendono i costi addebitati dall'impresa di investimento per l'esecuzione degli ordini.

Con l'obiettivo di identificare i *player* più importanti sul territorio nazionale, la selezione ha adottato come riferimento il *ranking* contenuto nella Mappa Trimestrale del Risparmio Gestito (primo trimestre 2019) pubblicata sul sito di Assogestioni² rispetto al patrimonio gestito (sezione 'gestioni di portafoglio') nonché le informazioni contenute nell'Annuario Generale Private Banking 2018 di AIPB (Associazione Italiana Private Banking) e nella Relazione Annuale 2018 di Assoreti³. Coerentemente con gli obiettivi della ricerca, sono stati esclusi gli intermediari finanziari non focalizzati su una clientela *retail e mass affluent*.

La Tabella 1 elenca i 20 soggetti individuati per la ricerca.

Dati raccolti sui servizi offerti

L'analisi delle informazioni sui costi e sugli oneri si è concentrata sui **servizi di gestione di portafogli** e di **consulenza in materia di investimenti** offerti dagli intermediari finanziari. La raccolta è stata condotta da febbraio a luglio 2019.

Sebbene l'articolo 50 del Regolamento Delegato UE 2017/565 obblighi a fornire le informazioni sui costi e sugli oneri, la norma lascia discrezionalità sulle modalità con cui queste debbano essere presentate ai clienti. Per valutare la correlazione con i criteri previsti da MiFID II si è deciso di prendere come modello di riferimento la Tabella 1 dell'Allegato II presente nella normativa stessa. Nella Tabella 2 riportata in questa pagina sono definiti tutti i costi e gli oneri che dovrebbero essere inseriti nell'importo aggregato da comunicare ai clienti⁴ e nel dettaglio, su richiesta dei clienti medesimi. Nell'analisi sono stati considerati i seguenti fattori:

- la completezza dei costi e degli oneri esposti;
- la chiarezza con cui sono stati rappresentati;
- l'esplicitazione dei costi anche in valore assoluto (Articolo 50.2 del citato Regolamento);
- l'illustrazione dell'effetto cumulativo dei costi sulla redditività (Articolo 50.10);
- il formato e la modalità con cui l'informativa viene fornita agli investitori.

La MiFID II obbliga chi presta un servizio di consulenza finanziaria a chiarire al cliente

² http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,143,12771/mappa_2019_01.pdf

³ Si vedano rispettivamente: <https://www.aipb.it/index.php/it/pubblicazioni/annuario-generale-private-banking-2018>
http://www.assoreti.it/images/archivio_pdf/pubblicazioniStatistiche/Relazione_Annuale_2018.pdf

⁴ Si veda il punto 13, sezione 9 "Information on costs and charges" del documento "Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics" pubblicato da ESMA (aggiornamento 11/7/2019)

se l'attività svolta è di tipo indipendente o meno, e quale è la gamma dei servizi offerti. Con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, la Consob ha adottato nei propri atti regolamentari le nuove denominazioni di “consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede” (in sostituzione di “promotore finanziario”); “consulente finanziario autonomo” (in sostituzione di “consulente finanziario”) e “società di consulenza finanziaria” (Scf). I consulenti finanziari autonomi e le Scf non lavorano per alcun intermediario e possono essere pagati solo a parcella (“*fee only*”). Il consulente finanziario autonomo e le Scf devono essere in grado di valutare un'ampia varietà di strumenti, garantendo diversificazione in termini di emittenti; non devono ricevere commissioni o altri benefici da produttori e fornitori a eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto. Dal 1 dicembre 2018 è operativo il nuovo Organismo dei Consulenti Finanziari (Ocf) che comprende tre diverse sezioni, in funzione delle tre tipologie di consulenti sopra individuati.

Nell'ambito del nostro campione abbiamo riscontrato diversi modelli di *pricing*:

- *commission only*: l'operatore distribuisce il prodotto finanziario e viene pagato a provvigione dalla banca o rete distributiva (modello applicato a listino dal 60% dei *player* del nostro campione);
- *fee offset*: commissioni e costi vengono scontati dalla *fee* versata dal cliente (proposto a listino dal 15% del campione);
- *fee & commission* (o *fee on top*); il cliente paga oltre alle provvigioni anche una parcella (offerto a listino dal 45% del campione);
- *fee only*: il cliente remunera a parcella il consulente, che non ha rapporti con banche e intermediari; si tratta di un modello mutuato dai consulenti finanziari autonomi e dalle Scf ed è proposto a listino dal 15% del campione.

Per quanto riguarda il servizio di consulenza finanziaria, l'offerta si può suddividere in due macroaree che si differenziano per la diversa ampiezza dei servizi offerti: la consulenza ‘Base’ (*commission only*) ed ‘Evoluta’. Peraltro, non è facile ricondurre la varietà dell'offerta ad una tipologia univoca, poiché esistono caratteristiche intermedie ai due modelli individuati.

La consulenza ‘Base’ può essere definita come un servizio di analisi e pianificazione finanziaria, tramite il quale il consulente fornisce le migliori soluzioni in base al profilo di rischio per costruire il portafoglio del cliente; generalmente – come anticipato nelle righe precedenti – questo servizio è offerto ‘gratuitamente’ (ovvero senza la richiesta di *fee* al cliente, che comunque dovrà scontare gli eventuali oneri indiretti sui prodotti distribuiti).

La consulenza ‘Evoluta’ prevede invece che il portafoglio del cliente venga monitorato costantemente per valutare le opportunità finanziarie, tenendo conto del mercato e delle esigenze del cliente.

Nel campione di riferimento sono diversi gli intermediari finanziari che offrono sia un servizio ‘Base’ sia un servizio di consulenza ‘Evoluta’ a pagamento, definita a volte anche ‘Avanzata’ o ‘A 360°’, che mira a soddisfare le esigenze della fascia più alta (in termini patrimoniali) della clientela. Per poter accedere a questa tipologia di prestazione mediamente è richiesto un capitale investito che superi € 500.000 e spesso gli intermediari si avvalgono di piattaforme e tecnologie sviluppate *ad hoc*.

Il servizio di consulenza viene offerto da tutti gli intermediari finanziari analizzati nel campione, ma solo in 2 casi su 20 si dà la possibilità al cliente di aprire il servizio direttamente *on line*.

In generale si tende a non applicare commissioni di ingresso sul servizio; invece, le commissioni di consulenza vengono scontate rispetto al capitale investito, partendo da un minimo annuo dello 0,1% fino al 2,2%. I costi delle operazioni sono maggiori in caso di strumenti azionari (0,60%-1,0%), mentre quelli per strumenti obbligazionari si aggirano intorno alla fascia compresa fra 0,30% e 0,50%.

Per quanto riguarda il servizio di gestione di portafogli, ci si è focalizzati sulla fascia di clienti che apportano fino a € 250k/300k. Il cliente dà mandato ad un intermediario finanziario a gestire, nell'ambito di alcune linee guida più o meno vincolanti, il capita-

le conferito con l'obiettivo di ottenere una rivalutazione dello stesso.

Fra i 20 intermediari finanziari analizzati, 16 offrono il servizio di gestione di portafogli (13 *in house*, 3 in collaborazione con soggetti esterni; in particolare CheBanca! collabora con Amundi, Banco BPM con Banca Aletti e IW Bank con Pramerica). Nella totalità dei casi l'apertura del servizio non può avvenire *on line*, ma è necessario recarsi presso le rispettive filiali. In generale le linee d'investimento offerte (conservativa, bilanciata ed aggressiva) differiscono in base al livello di rischio che è determinato dalla volatilità degli strumenti sottostanti.

Le offerte dei gestori variano in funzione dell'importo minimo richiesto e della tipologia di linea d'investimento scelta. Esse prevedono commissioni d'ingresso (che alcuni gestori poi unilateralmente azzerano) e commissioni annuali di gestione. Alcuni intermediari finanziari applicano anche commissioni di prestazione nel caso in cui l'investimento realizzi *performance* positiva e/o superiore a quella del *benchmark* stabilito.

Per gli intermediari finanziari analizzati possiamo così riassumere le condizioni economiche. Le commissioni di ingresso tendono a variare fra 1,0% e 3,0% dell'investimento. In generale i costi di gestione aumentano proporzionalmente all'aumentare del livello di rischio dell'investimento, partendo da un minimo annuo di 1,0% fino al 2,4%. Le commissioni di *overperformance* (10,0% -25,0%) vengono applicate alla differenza tra il risultato lordo della gestione e la *performance* del parametro oggettivo di riferimento.

Risultati: informativa ex ante

Nella prima fase, l'analisi si è focalizzata sulle informative *ex ante* fornite agli investitori. Nella maggior parte dei casi si è reso necessario recarsi direttamente presso le filiali per ottenere dai consulenti le informazioni relative ai costi applicati ai servizi offerti, simulando l'approccio di un cliente nuovo o con la collaborazione di clienti esistenti. Nonostante sia obbligo di legge fornire al cliente una adeguata informativa prima di stipulare il contratto, è emersa una certa difficoltà nell'ottenere dati e nell'interpretarli per via di una presentazione spesso verbale e generica. L'informativa *ex ante* sui costi deve essere consegnata prima della prestazione del servizio, in tempo utile e completa, come previsto⁵ da MiFID II (Articolo 50 paragrafo 5). In tal senso si è esplicitamente espressa Consob in data 28 febbraio 2019, attraverso il Richiamo di attenzione n. 2/2019.

Il supporto dei consulenti finanziari è importante per capire i bisogni dei clienti e supportarli nei loro investimenti. Ma è altrettanto chiaro che una corretta trasparenza sui costi, al di là degli obblighi di legge, diventa fondamentale per determinare la decisione d'investimento, specialmente in un mercato dove la concorrenza è serrata. Dai risultati emerge quindi che per quanto riguarda l'Italia, a più di un anno dall'entrata in vigore della Direttiva, il primo passo, quello che riguarda la trasparenza delle informazioni a tutela dell'investitore, sembra non essere stato fatto completamente da tutti i *player* presenti sul mercato.

I parametri di valutazione utilizzati per la valutazione della qualità delle informazioni (si veda la Tabella 3) sono:

- la disponibilità dell'informativa *ex ante* sul *web*, a disposizione di tutti i clienti potenziali;
- la modalità di somministrazione dell'informativa a seguito del contatto da parte del potenziale cliente (cartacea, digitale, verbale);
- il formato della documentazione (su carta intestata ufficiale o no);
- il contenuto di merito delle informazioni rispetto ai costi, considerato sotto cinque aspetti: l'esplicitazione (1) delle spese '*una tantum*', (2) delle 'spese correnti', (3) dei 'costi per le operazioni', (4) delle spese per i 'servizi accessori' e (5) dei 'costi accessori' (commissioni di *performance*);
- l'illustrazione degli effetti cumulativi dei costi e degli oneri sulla redditività dell'investimento.

⁵ Si veda anche il punto 14 della sezione 9 "Information on costs and charges" del documento "Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics" pubblicato da ESMA (aggiornamento 11/7/2019) che riporta: "investment firms should disclose the costs associated with the products and the service the client intends to subscribe to. In the case of potential clients, adapting the information may only be possible when the potential client has engaged with the investment firm. Until then, investment firms could disclose generic *ex ante* information on costs and charges using other means"

Intermediario	Informazioni liberamente disponibili per il potenziale investitore sul sito web o in alternativa recandosi personalmente in filiale				Analisi delle informazioni disponibili/ottenute relative ai costi ex ante rispetto al format proposto dalla Tabella 1 dell'Allegato II di MiFID II							Valutazione di merito	
	Servizi di investimento	Informativa ex ante liberamente disponibile in formato digitale sul sito web?	Modalità di comunicazione informativa ex ante	Formato dell'informativa ex ante	Spese una tantum	Spese correnti	Costi per operazioni	Spese per i servizi accessori	Costi accessori (commissions di performance)	Esplicitazione costi e oneri secondo il format della Tabella 1?	Viene illustrato l'effetto dei costi e degli oneri sulla redditività l'investimento? (Articolo 50 par 10)	I costi sono espressi anche in valore assoluto? (Articolo 50 par 2)	
1	Consulenza Gestione di portafogli	No	Cartacea	Ufficiale	✓	✓	✓			60%	No	No	
2	Consulenza Gestione di portafogli	No	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	80%	Sì	Sì	
3	Consulenza Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓	✓		✓	80%	No	No	
4	Consulenza Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓	✓		✓	80%	No	No	
5	Consulenza Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale						0%	No	Sì	
6	Consulenza Gestione di portafogli	No	Cartacea	Ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	100%	No	No	
7	Consulenza Gestione di portafogli	Sì	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	100%	Sì	Sì	
8	Consulenza Gestione di portafogli	Sì	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	100%	No	Sì	
9	Consulenza Gestione di portafogli	No	Digitale	Non ufficiale						20%	No	No	
10	Consulenza Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale		✓	✓	✓		20%	No	No	
11	Consulenza Gestione di portafogli	Parzialmente	Verbale	Non ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	100%	Sì	Sì	
12	Consulenza Gestione di portafogli	Parzialmente	Cartacea	Non ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	100%	Sì	No	
13	Consulenza Gestione di portafogli	No	Cartacea	Ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	100%	Sì	Sì	
14	Consulenza Gestione di portafogli	No	Cartacea	Ufficiale		✓	✓		✓	40%	No	No	
15	Consulenza Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale		✓				0%	No	No	
16	Consulenza Gestione di portafogli	Sì	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓	✓	80%	No	No	
17	Consulenza Gestione di portafogli	No	Cartacea	Non ufficiale		✓				20%	No	No	
18	Consulenza Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓	✓	✓		40%	No	Sì	

Tabella 3

Matrice riassuntiva delle informazioni raccolte nella documentazione ex ante fornita dai 20 intermediari finanziari del campione

Tabella 3 (segue)

Matrice riassuntiva delle informazioni raccolte nella documentazione ex ante fornita dai 20 intermediari finanziari del campione

Intermediario	Informazioni liberamente disponibili per il potenziale investitore sul sito web o in alternativa recandosi personalmente in filiale							Analisi delle informazioni disponibili/ottenute relative ai costi ex ante rispetto al format proposto dalla Tabella 1 dell'Allegato II di MIFID II							Valutazione di merito	
	Servizi di investimento	Informativa ex ante liberamente disponibile in formato digitale sul sito web?	Modalità di comunicazione informativa ex ante	Formato dell'informativa ex ante	Spese una tantum	Spese correnti	Costi per operazioni	Spese per i servizi accessori	Costi accessori (commissioni di performance)	Esplicitazione costi e oneri secondo il format della Tabella 1?	Viene illustrato l'effetto dei costi e degli oneri sulla redditività l'investimento? (Articolo 50 par.10)	I costi sono espressi anche in valore assoluto? (Articolo 50 par.2)				
11	Consulenza	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓				20%	No	No				
12	Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓		✓		60%	No	No				
13	Consulenza	No	Verbale	Non ufficiale						0%	No	Si				
14	Gestione di portafogli	No	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓		80%	Si	Si				
15	Consulenza	Si	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓		40%	No	Si				
16	Consulenza	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓				20%	No	No				
17	Gestione di portafogli	No	Cartacea	Ufficiale	✓	✓	✓	✓		100%	No	No				
18	Consulenza	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓				40%	No	No				
19	Consulenza	Si	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓		100%	Si	Si				
20	Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓	✓	✓		40%	No	No				
21	Consulenza	No	Verbale	Non ufficiale						0%	No	No				
22	Gestione di portafogli	Si	Digitale	Ufficiale	✓	✓	✓	✓		80%	No	No				
23	Consulenza	No	Verbale	Non ufficiale			✓			20%	No	No				
24	Gestione di portafogli	No	Verbale	Non ufficiale	✓	✓	✓	✓		60%	No	No				

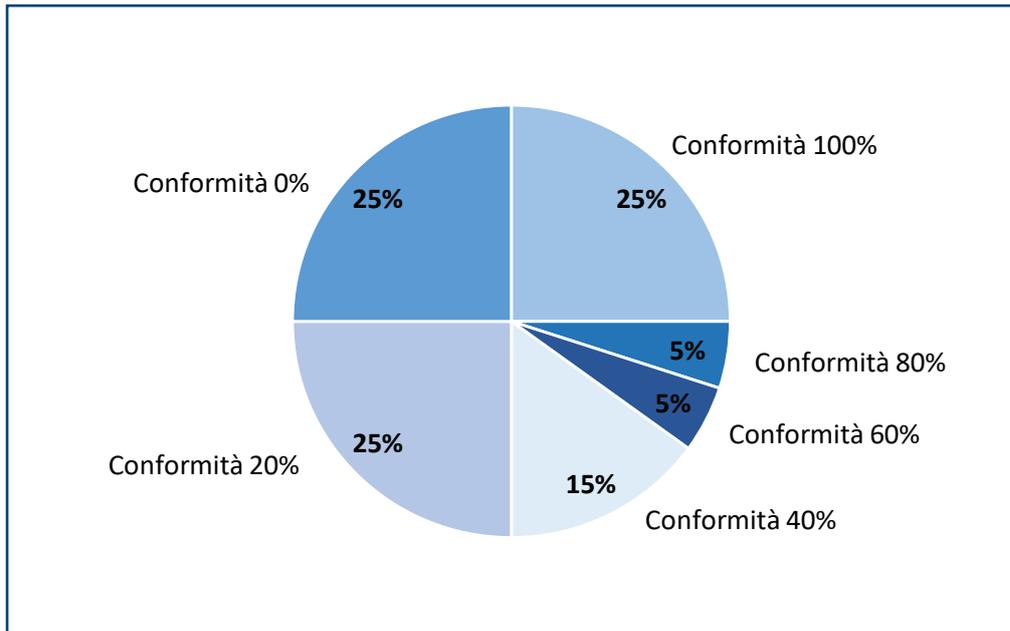


Figura 1

Servizio di consulenza: esplicitazione dei costi disaggregati in modo conforme alla Tabella 1 (Allegato II) della Direttiva MiFID II. Campione: 20 intermediari finanziari

stimento (Articolo 50 par. 10 del Regolamento Delegato UE 2017/565) ad esempio attraverso simulazioni e ipotesi di scenario;

- l'indicazione dei costi non solo in percentuale ma anche in valore assoluto (Articolo 50 par. 2) sempre attraverso simulazioni e ipotesi di scenario.

Si sottolinea che i criteri non fanno riferimento a obblighi previsti dalla normativa, ma costituiscono delle 'buone pratiche' raccomandate da ESMA e dalle associazioni degli operatori, come Ascofind⁶.

Nel merito delle informazioni fornite, la Tabella 3 riassume i risultati, evidenziando la corrispondenza rispetto all'Allegato II. L'ordine della Tabella non è alfabetico ma è di tipo temporale rispetto a quando sono state raccolte le informazioni.

⁶ Si veda il documento di consultazione di Ascofind "Informazioni sui costi e oneri - Linee Guida Ascofind"

Servizio di consulenza

La Figura 1 riassume il giudizio sulla conformità dell'informativa *ex ante* rispetto ai costi per il servizio di consulenza finanziaria, evidenziando che solo il 25% degli intermediari finanziari (5 su 20) aveva fornito dati pienamente in linea con quanto richiesto dal citato Allegato II di Tabella 1. Negli altri casi, si sono riscontrate lacune più o meno vistose. In particolare, la percentuale di conformità alla Tabella 1 è sta-

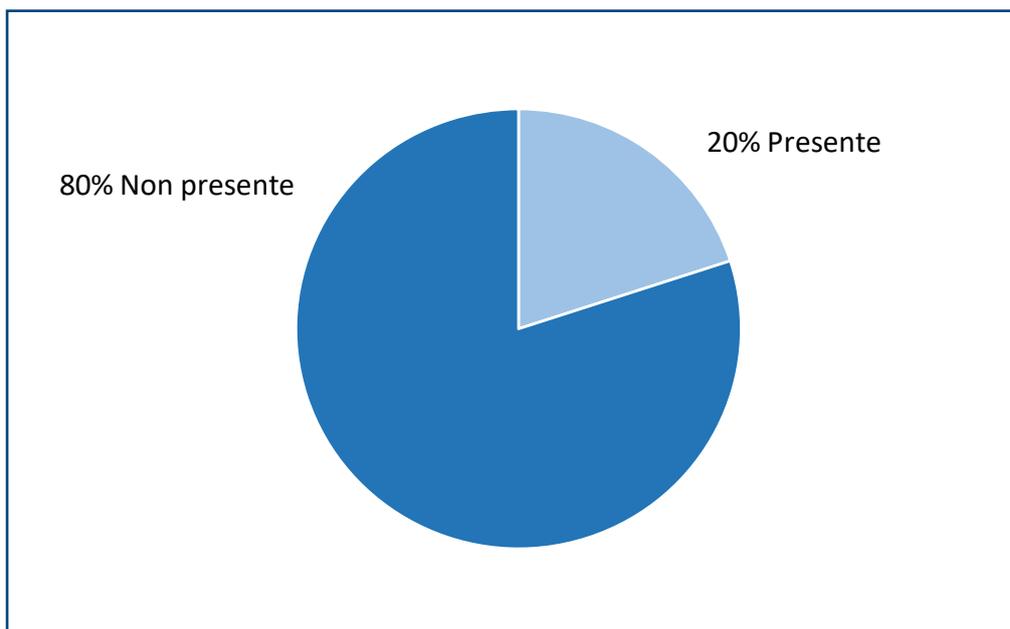
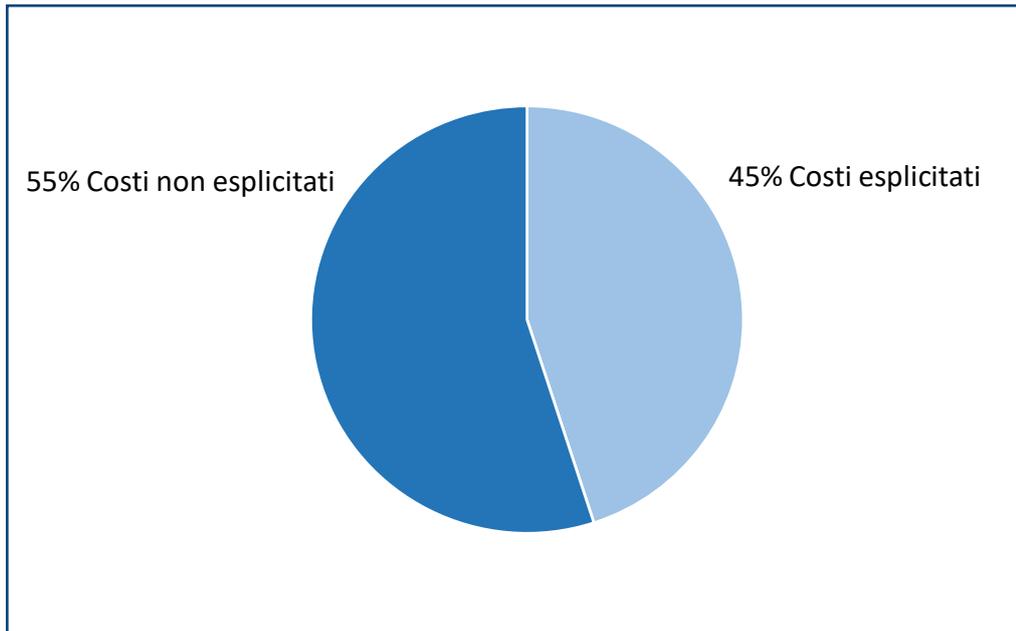


Figura 2

Servizio di consulenza: presenza dell'informazione sull'effetto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento. Campione: 20 intermediari finanziari

Figura 3

Servizio di consulenza:
esplicitazione dei costi
in valore assoluto.
Campione: 20
intermediari finanziari



ta calcolata assegnando il 20% ad ognuna delle cinque voci di costo elencate. Ad esempio, nel caso di presenza di solo due delle cinque voci di costo previste, è stata assegnata una conformità pari al 40%. In caso di completa rispondenza ai cinque requisiti di Tabella 1 la conformità è piena: 100%.

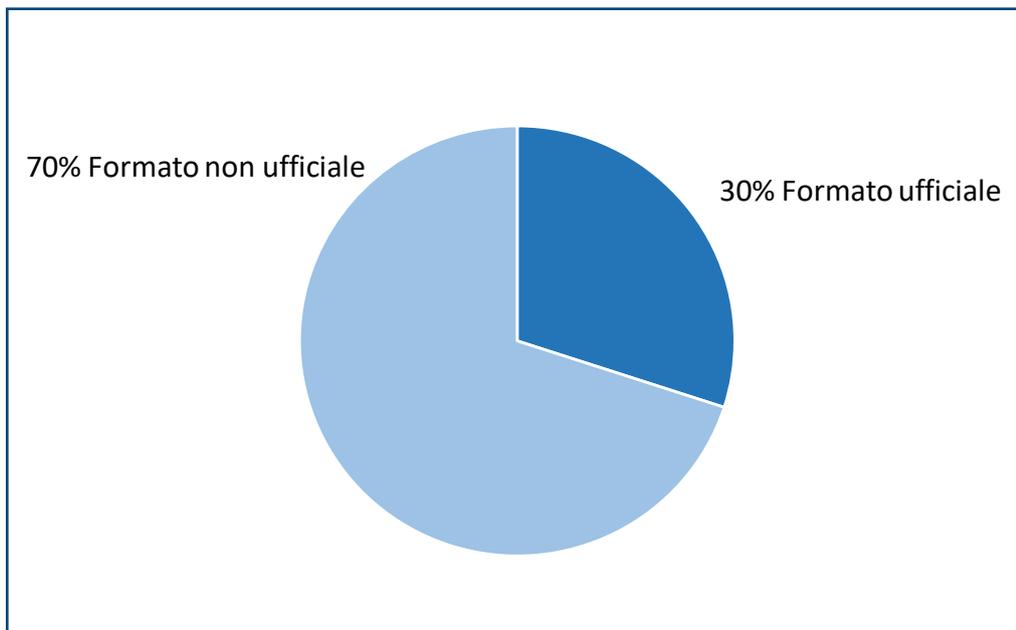
Le interviste che sono state condotte nell'ambito della ricerca, anche con associazioni degli operatori, hanno evidenziato che in alcuni casi la scelta di fornire le informazioni solo in forma aggregata ha l'obiettivo di facilitare la comprensione per i clienti, riassumendo i costi in un unico parametro sintetico. Va ricordato che non vi è alcun obbligo di disaggregazione, se non a richiesta del cliente.

La Figura 2 entra nel merito delle informazioni specifiche fornite, verificando la trasparenza dell'effetto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento. Essa è assente nell'80% dei casi (16 su 20), ed è invece presente nel 20%.

Nell'ambito delle interviste effettuate, è emersa la difficoltà operativa e applicativa di calcolare *ex ante* l'impatto dei costi sulla redditività, poichè implica la definizione di scenari ipotetici, soprattutto in relazione agli investimenti in strumenti finanziari dal rendimento volatile. Alcuni *player* sostengono che la scelta di basare tale impatto

Figura 4

Servizio di
consulenza: formato
dell'informativa *ex ante*.
Campione: 20
intermediari finanziari



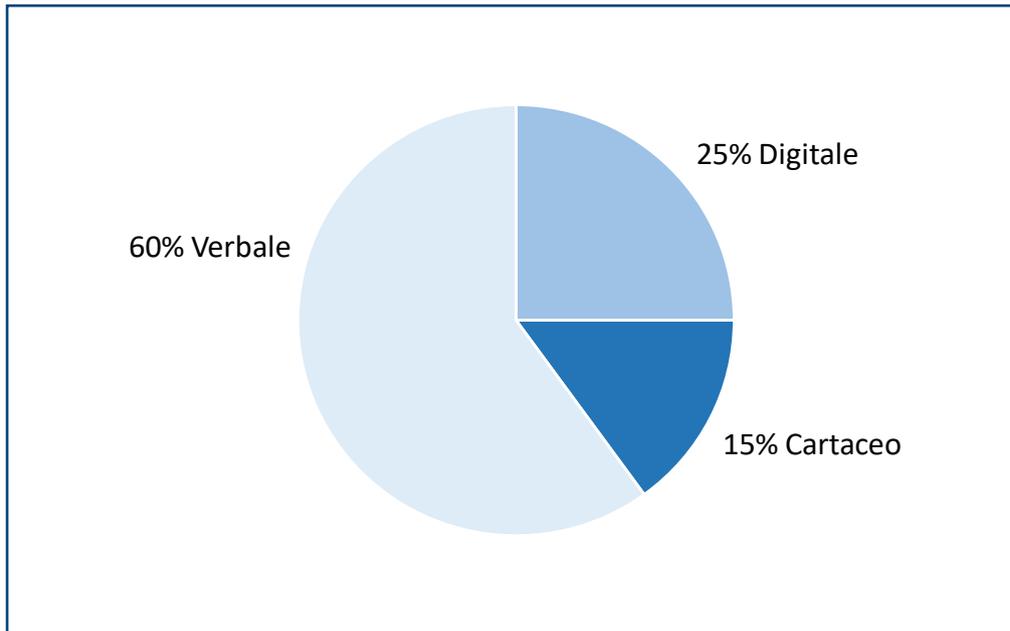


Figura 5

Servizio di consulenza: modalità di comunicazione. Campione: 20 intermediari finanziari

sul controvalore (e non sul rendimento percentuale) è conseguenza del fatto che tale informazione è di immediata comprensione per il cliente e si basa sull'investimento a prescindere dall'effetto della potenziale variazione del valore dell'investimento nel corso del tempo.

La Figura 3 riguarda l'esplicitazione dei costi in valore assoluto. Essa è fornita nel 45% dei casi (9 su 20), ed è invece assente nel 55%.

La Figura 4 mostra che nel 30% dei casi l'informativa fornita *ex ante* era composta secondo il formato ufficiale (su documento intestato dell'intermediario finanziario) mentre nel 70% dei casi è stato utilizzato un formato diverso.

Più nello specifico, in Figura 5 descriviamo la modalità con cui l'informativa *ex ante* è stata fornita. Le alternative sono:

- digitale: documento disponibile direttamente sul sito *web* o ricevuto su richiesta via *e-mail*; è avvenuto nel 25% dei casi;
- cartaceo: documento consegnato su carta solo dopo un incontro in filiale con il consulente o *private banker*; è avvenuto nel 15% dei casi;
- verbale: informazioni ricevute verbalmente in filiale, senza supporto documentale;

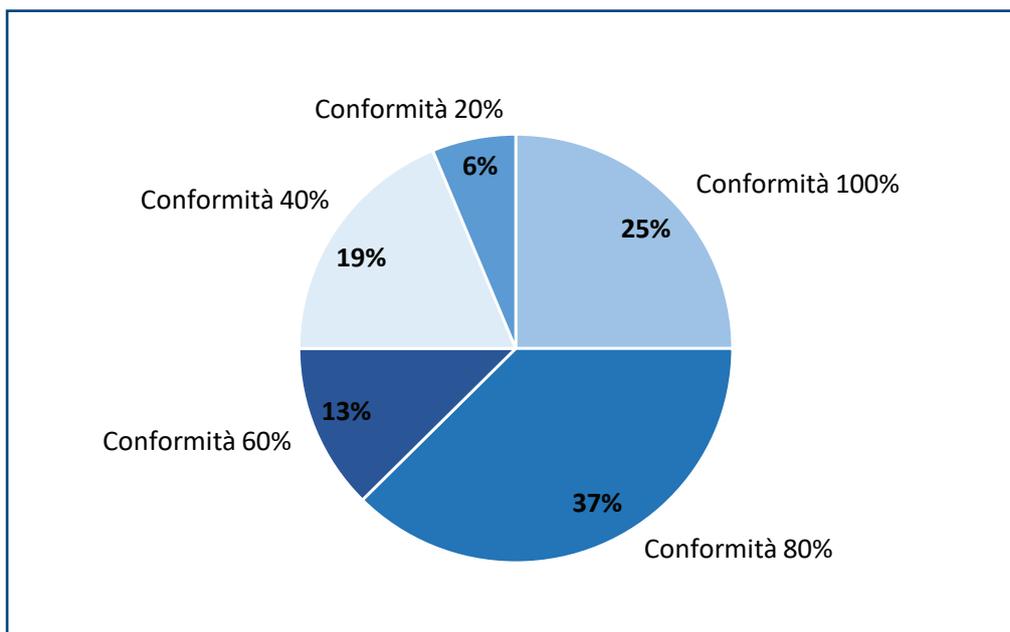
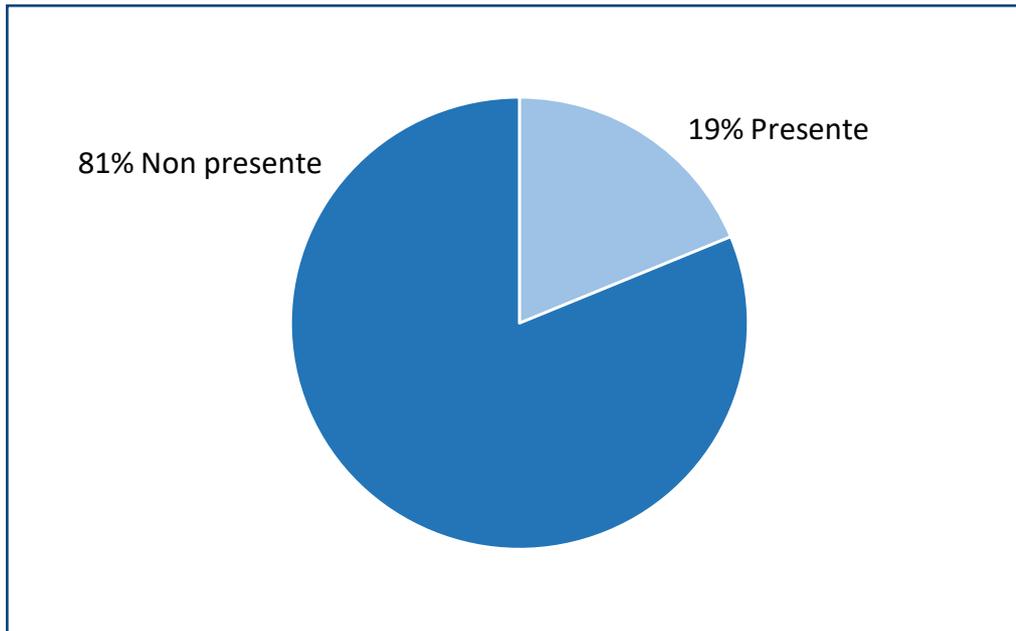


Figura 6

Servizio di gestione di portafogli: esplicitazione dei costi in modo conforme alla Tabella 1 (Allegato II) della Direttiva MiFID II. Campione: 16 intermediari finanziari

Figura 7

Servizio di gestione di portafogli: presenza dell'informazione sull'effetto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento.
Campione: 16 intermediari finanziari



si tratta della modalità più utilizzata (60%); in tutti i casi è stato richiesto esplicitamente un documento scritto a valle dell'incontro, ma senza esito positivo fino alla data del 20 luglio 2019.

Va segnalata la difficoltà oggettiva di pubblicare su Internet documenti informativi che si riferiscono a servizi e prodotti abbastanza diversificati che sono spesso personalizzati, rivolti al singolo cliente e tarati sull'importo effettivo della specifica operazione. Si sottolinea inoltre che la modalità di raccolta si riferisce al nostro 'esperimento' specifico; non è da escludere che in altre condizioni e attraverso altri interlocutori le modalità riscontrate avrebbero potuto essere diverse.

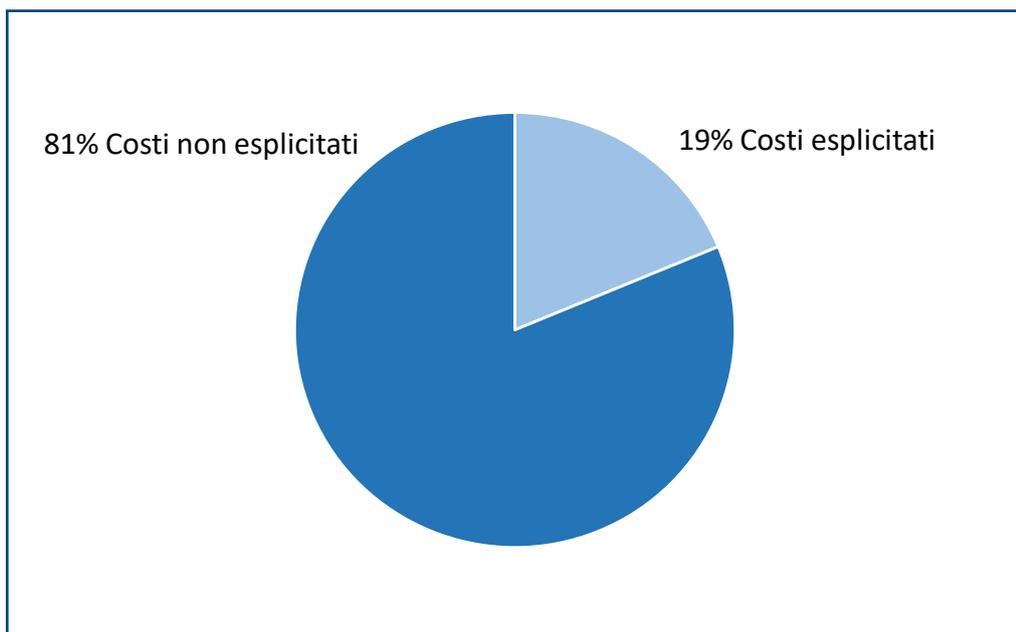
Servizio di gestione di portafogli

Passando al servizio di gestione di portafogli, la Figura 6 riassume il giudizio sulla conformità dell'informativa *ex ante* rispetto ai costi per il servizio di gestione di portafogli. Come ricordato, questo servizio non è offerto da tutte le 20 casi considerate, ma solo da 16.

Anche in questo caso la percentuale di conformità alla Tabella 1 è stata calcolata assegnando il 20% ad ognuna delle cinque voci di costo elencate. Solo in caso di com-

Figura 8

Servizio di gestione di portafogli: esplicitazione dei costi in valore assoluto.
Campione: 16 intermediari finanziari



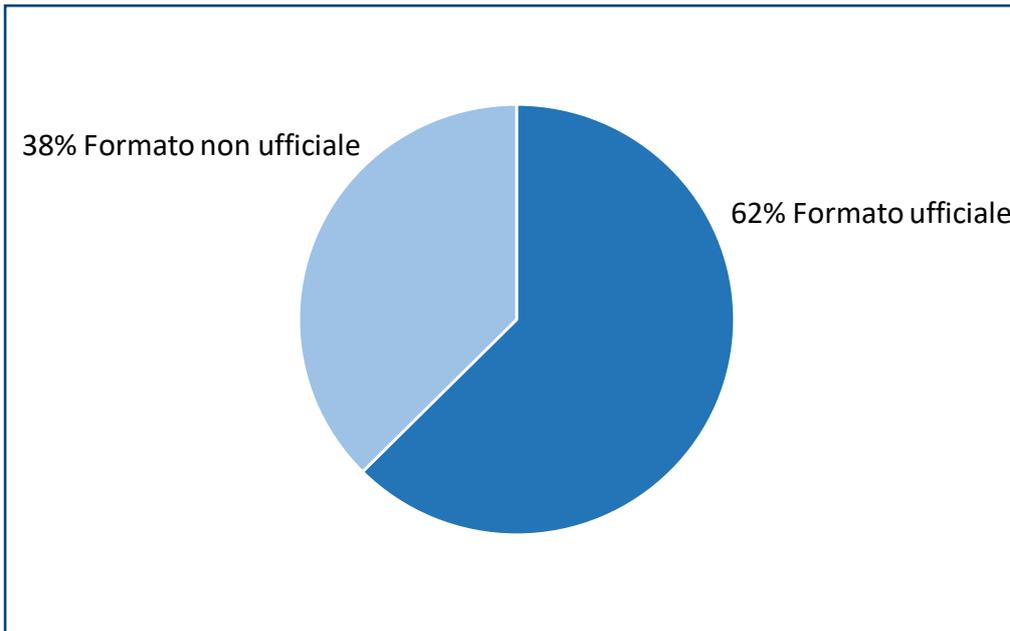


Figura 9

Servizio di gestione di portafogli: formato dell'informativa *ex ante*. Campione: 16 intermediari finanziari

pleta rispondenza ai cinque requisiti di Tabella 1 la conformità è stata piena (100%). Come per il servizio di consulenza finanziaria, solo una minoranza dei documenti (4 su 16, ovvero il 25%) risulta pienamente in linea con quanto previsto dall'Allegato II di Tabella 1. Come evidenzia la Tabella 3 nelle pagine precedenti, si nota che non sempre gli intermediari che raggiungono la soglia del 100% nella consulenza, ottengono lo stesso risultato nella gestione di portafogli: questo accade infatti solo per due intermediari su 20.

La Figura 7 riguarda la trasparenza dell'effetto cumulativo dei costi sulla redditività dell'investimento. Essa è presente nel 19% dei casi (3 su 16) ed è invece assente nell'81%. Il risultato è in linea con quanto ottenuto per il servizio di consulenza.

La Figura 8 riguarda l'esplicitazione dei costi in valore assoluto. Essa è fornita solo nel 19% dei casi, ed è invece assente nell'81%. In tal senso il dato è decisamente peggiore rispetto a quello rilevato per il servizio di consulenza.

La Figura 9 mostra che nel 62% dei casi (10 su 16) l'informativa fornita *ex ante* è composta secondo un formato ufficiale (su documento intestato dell'intermediario finanziario) mentre nel 38% dei casi viene utilizzato un formato diverso. Rispetto a questo indicatore, la percentuale è decisamente migliore rispetto al servizio di consulenza.

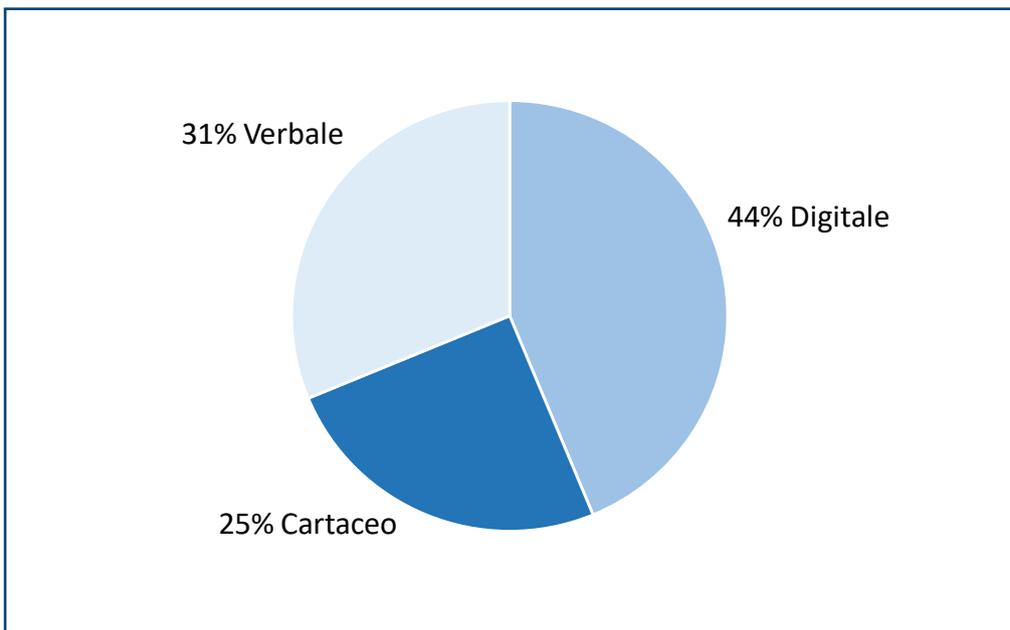


Figura 10

Servizio di gestione di portafogli: modalità di comunicazione. Campione: 16 intermediari finanziari

In Figura 10 descriviamo il modo con cui l'informativa *ex ante* è stata fornita. Si può notare che in 4 casi (25% dei contatti) la documentazione è stata consegnata in modo cartaceo; nel 44% dei casi (7) è stata inviata in formato digitale e nel 31% dei casi (5) le informazioni sono state fornite verbalmente. Rispetto alla consulenza, nell'ambito della gestione di portafogli gli intermediari sono più inclini a rilasciare documenti codificati. Di nuovo sottolineiamo il riferimento al nostro 'esperimento' specifico; non è da escludere che in altre condizioni e attraverso altri interlocutori le modalità riscontrate avrebbero potuto essere diverse.

Risultati: informativa *ex post*

La ricerca è proseguita attraverso la raccolta dell'informativa *ex post*, per lo stesso campione. Alla data del 15 luglio 2019 nell'ambito dei 20 intermediari finanziari selezionati, solo 7 avevano inoltrato ai propri clienti il resoconto degli oneri relativi alla gestione 2018. Gli altri sono stati inviati nelle settimane successive (l'ultimo a settembre 2019).

I risultati dell'analisi sono illustrati nella seconda parte del rapporto.

Il gruppo di ricerca

Politecnico di Milano, School of Management: Giancarlo Giudici, Alessandra Riva, Filippo Saverio.

Moneyfarm: Camilla Barbesti, Elisa Giuliana, Alessandro Onano, Andrea Rocchi, Andrea Rocchetti.

Questa versione della ricerca è stata aggiornata in data 28 ottobre 2019.

