

The Consumer Voice in Europe

THE CASE FOR BANNING COMMISSIONS IN FINANCIAL ADVICE



Contact: Jasper De Meyer – financialservices@beuc.eu

BUREAU EUROPÉEN DES UNIONS DE CONSOMMATEURS AISBL | DER EUROPÄISCHE VERBRAUCHERVERBAND

Rue d'Arlon 80, B-1040 Brussels • Tel. +32 (0)2 743 15 90 • www.twitter.com/beuc • www.beuc.eu
EC register for interest representatives: identification number 9505781573-45



Co-funded by the European Union

Ref: BEUC-X-2019-046 - 9/09/2019

THE CASE OF BANNING COMMISSIONS IN FINANCIAL ADVICE

PERCHÈ È IMPORTANTE PER I RISPARMIATORI

I clienti si affidano alla consulenza finanziaria quando devono prendere importanti decisioni finanziarie, come risparmiare per la pensione, sottoscrivere un'assicurazione sulla vita o semplicemente quando vogliono investire. Quando si prendono decisioni finanziarie così importanti, i risparmiatori devono potersi affidare a una consulenza imparziale, competente e affidabile, che li assista attentamente considerando le diverse opzioni disponibili.

SUMMARY

A giugno 2018, l'organizzazione BEUC ha lanciato la campagna: *"The price of bad advice"* (www.thepriceofbadadvice.eu) creando un sito web con all'interno elencati oltre 40 scandali che si sono verificati in 15 paesi europei. La web-map all'interno del sito mostra **come i risparmiatori in Europa siano troppo spesso esposti a consulenze finanziarie "non adeguate", con risultati devastanti per le persone coinvolte**. I casi di mis-selling in homepage nel sito dimostrano che spesso i consulenti finanziari offrono consulenze che non sono nell'interesse del cliente, forniscono informazioni inadeguate ai risparmiatori e vendono prodotti costosi che non rispondono alle loro esigenze.

Nel momento in cui i consumatori sono costretti a prendere decisioni difficili sulle loro finanze personali, sono necessarie riforme urgenti a livello dell'UE per garantire che la consulenza ai consumatori sia affidabile ed equa. La consulenza finanziaria basata sulle commissioni, dove i consulenti sono remunerati dalle case prodotte per raccomandare uno specifico prodotto finanziario, induce a un conflitto di interessi al cuore della relazione con i clienti, spesso portando a una consulenza di parte a scapito degli stessi. Per assicurare che la consulenza finanziaria offerta ai clienti risponda ampiamente alle loro esigenze, **il pagamento delle commissioni dovrebbe essere vietato sui prodotti d'investimento al retail e sui prodotti finanziari complessi in tutta Europa**.

In questo articolo, illustriamo il caso reale di divieto sulle commissioni e valutiamo l'impatto dei recenti divieti applicati nei Paesi Bassi e nel Regno Unito, dove i consulenti non hanno più il permesso di accettare remunerazioni conflittuali dalle case prodotte. L'evidenza mostra come un divieto di commissione ridurrebbe il conflitto d'interesse per i consulenti, incoraggerebbe la distribuzione di prodotti più economicamente vantaggiosi ai clienti, aumenterebbe la competizione tra le case prodotte e di conseguenza aumenterebbero anche i vantaggi per i risparmiatori. In questo articolo, inoltre, analizziamo alcune delle preoccupazioni principali che possono emergere dal cosiddetto "advice gap" nei paesi che hanno attuato tali divieti. Infine, elencheremo le varie iniziative da parte delle autorità di regolamentazione finanziaria di tutto il mondo rivolte al divieto sulle commissioni.

1. VIETARE LE COMMISSIONI NELLA CONSULENZA FINANZIARIA

Oggi i consumatori si trovano a svolgere “compiti” quasi insormontabili quando cercano di scegliere un giusto prodotto d’investimento, un’assicurazione sulla vita o un prodotto pensionistico. **L’alto livello di complessità dei prodotti e le diverse tipologie disponibili sul mercato, si traducono in difficoltà per il risparmiatore nel prendere le giuste decisioni.** Per questa ragione, molti di loro si rivolgono ai consulenti finanziari per chiedere aiuto.

Quando si prendono decisioni finanziarie così importanti, i risparmiatori dovrebbero ricevere una consulenza imparziale, competente e affidabile, che li assista attentamente considerando le diverse opzioni disponibili. Purtroppo, **gli incentivi disallineati nel mercato della consulenza finanziaria** spesso influenzano indebitamente le opzioni di investimento offerte ai risparmiatori. Mentre i consulenti dovrebbero avere a cuore il miglior interesse dei clienti, le commissioni pagate dalle case prodotto (come i produttori di fondi di investimento, le polizze di assicurazione sulla vita o i prodotti pensionistici) generano conflitti di interesse, minando la capacità di fornire raccomandazioni imparziali sugli investimenti.



© Finance Watch, www.finance-watch.org

Le commissioni possono rappresentare gran parte delle entrate degli intermediari finanziari che raccomandano l’acquisto di prodotti di investimento e assicurativi. Ad esempio, secondo un’indagine condotta dal supervisore finanziario svedese Finansinspektionen, gli intermediari assicurativi svedesi possono ricavare fino al 99% delle loro entrate totali dalle commissioni loro versate dalle case prodotto¹. Spesso, le commissioni pagate dalle case prodotto, consistono in una parte che viene pagata sotto forma di una somma forfettaria (nota anche come “commissione anticipata”), e un’altra parte che viene pagata su base scaglionata nel corso della vita del prodotto (nota anche come “commissione di negoziazione”).

Le commissioni sono state un fattore centrale dietro a molti recenti scandali di mis-selling nella consulenza finanziaria. Il pagamento delle commissioni ai consulenti significa che:

- **I consulenti sono più incentivati a vendere prodotti, piuttosto che a offrire una consulenza adeguata al risparmiatore.** Le iniziative di “mystery shopping” condotte dai supervisori e dai nostri membri dimostrano che le raccomandazioni di investimento ai clienti spesso non sono in linea con il loro profilo di investimento². La nostra mappa web degli scandali di mis-selling dimostra la continua inadeguatezza della consulenza finanziaria in Europa.
- **I prodotti sono raccomandati ai clienti non in base alla loro bontà, ma in base a quelli che generano la commissione più elevata per il consulente.** Uno studio commissionato dalla Financial Services Authority del Regno Unito nel 2009, nell’ambito della Retail Distribution Review, ha rilevato che in passato la concorrenza nel mercato dei prodotti finanziari al retail era spinta principalmente dal livello commissioni pagate ai consulenti per raccomandare i loro prodotti all’investitore finale invece che dalla bontà dei prodotti stessi³.

Finansinspektionen, ‘A necessary step for a better savings market’,
https://www.fi.se/contentassets/2e823e1569864e69b8e9b052352cf2ed/battre_sparandemarknad_engny.pdf, p.9.

² Please refer to our [position paper](#) on ‘The Price of Bad Advice’ (p. 4-5) and our [web-map](#) for relevant case studies of mis-selling scandals.

- **I consulenti finanziari sono incoraggiati a distribuire ai risparmiatori prodotti di investimento a costo più elevato, che garantiscono una commissione più elevata.** Una ricerca condotta dall'autorità europea per le pensioni professionali e assicurative (EIOPA) mostra come gli assicuratori ricevano oltre 5 miliardi di euro su base annua dai gestori dei fondi di investimento, orientando a loro volta i risparmiatori dell'UE verso prodotti di assicurazione sulla vita più costosi⁴. Una ricerca condotta dal nostro membro del Consiglio norvegese dei consumatori mostra che le commissioni portano a conflitti di interesse e rendono gli investimenti più costosi per l'investitore medio norvegese.
- **I prodotti raccomandati dai consulenti finanziari potrebbero essere limitati esclusivamente a quelli che garantiscono una commissione.** Di conseguenza, i prodotti di investimento a basso costo che non hanno commissioni o hanno commissioni più basse potrebbero non riuscire a guadagnare quote di mercato (si veda il nostro caso di studio su "La vendita di ETF agli investitori al retail in Europa").

Negli ultimi anni, in risposta a una serie di scandali di mis-selling nei loro paesi, diversi governi hanno implementato divieti sul pagamento delle commissioni di terze parti ai consulenti finanziari. Riconoscendo i limiti derivanti dal rendere trasparenti le commissioni all'interno dei prodotti nella lotta contro i conflitti di interesse, il Regno Unito e i Paesi Bassi hanno vietato le commissioni pagate dalle terze parti nel 2013.

In questi paesi, i consulenti non possono più essere remunerati dai fornitori di prodotti e devono formulare una parcella separata per il costo della consulenza al risparmiatore. Dal momento in cui sono stati implementati questi divieti, i governi olandese e britannico hanno dimostrato il profondo impatto che i divieti hanno avuto sulla raccomandazione di determinati prodotti.

Ciò ha, a sua volta, promosso la distribuzione di prodotti più semplici e più efficienti sotto il profilo del costo ai risparmiatori (sezione 3 di questo documento). Diversi altri paesi in tutto il mondo hanno implementato simili divieti sulle commissioni per mitigare i conflitti di interesse (vedi l'allegato per una panoramica più completa).

CASO DI STUDIO: LA VENDITA DEGLI ETF AGLI INVESTITORI RETAIL IN EUROPA

Un ETF è un fondo di investimento che contiene un mix di attività come azioni, materie prime o obbligazioni. La maggior parte degli ETF sono fondi di investimento che seguono una strategia di investimento "passiva", in cui il fondo cerca di replicare la performance di un indice sottostante. Ad esempio, se un ETF replica il FTSE-100, il fondo investe in tutte le azioni delle società quotate sulla borsa FTSE-100. Gli ETF seguono per lo più una strategia "passiva" e non richiedono la selezione delle "securities" o un'ampia ricerca da parte dei gestori di fondi, e quindi le commissioni sono in genere notevolmente inferiori rispetto ai fondi gestiti attivamente. A causa delle commissioni più basse, gli ETF generalmente non pagano commissioni per la distribuzione, riducendo la loro attrattività agli intermediari che distribuiscono prodotti agli investitori retail.

Nel 2018 la commissione europea ha pubblicato il "Retail Distribution Study" che indaga su come i prodotti di investimento vengano distribuiti agli investitori retail in 15 paesi europei⁵. Lo studio mostra che gli ETF sono facilmente accessibili agli investitori al dettaglio ben istruiti che investono da soli su una piattaforma di investimento online o tramite un robo-advisor. Tuttavia, per **gli investitori retail meno sofisticati che si affidano a consigli "umani" presso banche o assicurazioni, lo studio ha rilevato che gli ETF vengono proposti raramente.**

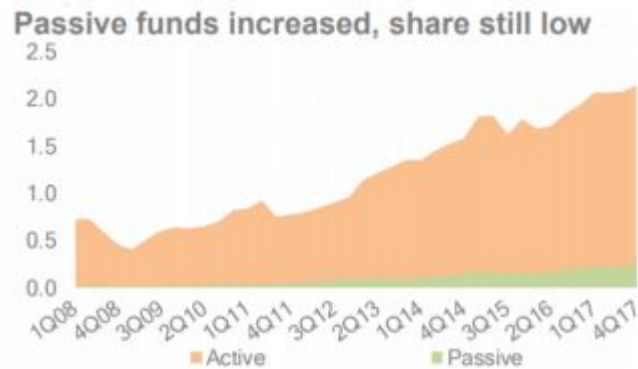
Poiché le commissioni sono uno dei principali fattori che influenzano la consulenza in materia di investimenti, gli ETF sono stati trascurati da consulenti che non sono disposti a commercializzare prodotti a basso costo. Lo studio stima che, di conseguenza, gli investitori retail detengono solo circa il 10-15% del totale delle attività

3 Oxera, 'Retail Distribution Review proposals: Impact on market structure and competition', <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/RDR-proposals-June-2009-1.pdf>, p. 21.

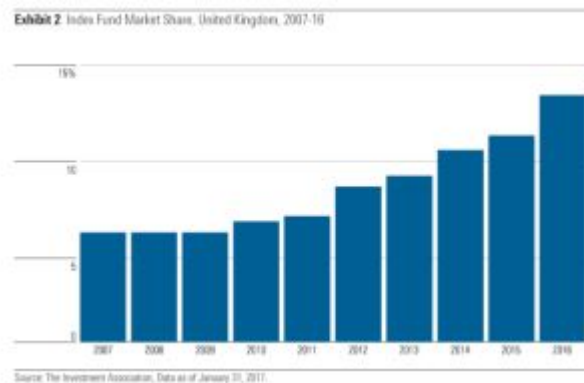
4 EIOPA, 'Thematic Review on monetary incentives and remuneration between providers of asset management services and insurance undertakings', https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/16.%20EIOPA-BoS-17-064-Report_Thematic%20review%20on%20monetary%20incentives%20and%20remuneration.pdf.

5 European Commission, 'Study on the distribution systems of retail investment products', https://ec.europa.eu/info/publications/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.

ETF in Europa. Uno studio condotto dall'Autorità di vigilanza francese (AMF) rileva analogamente che gli ETF non sono generalmente proposti agli investitori retail, stimando che rappresentavano solo il 4% delle attività di investimento collettivo in Francia. L'ESMA⁶ stima⁷ che la gestione passiva degli investimenti rappresenta solo il 10% del mercato azionario complessivo dell'UE, con fondi di investimento passivi particolarmente trascurabili in alcuni paesi (tra cui Belgio, Italia e Francia).



Il divieto sulle commissioni nel Regno Unito ha comportato uno spostamento verso strategie di investimento passive, come gli ETF. Nel Regno Unito, la quota di mercato dei fondi passivi è cresciuta in modo significativo in seguito all'entrata in vigore del divieto nel 2013 (vedi di più nella sezione 3.1). Morningstar stima che gli attivi dei fondi indicizzati sono cresciuti nel Regno Unito dal 6,9% al 13,5% del patrimonio industriale tra il 2012 e il 2016⁸.



Secondo un'esercitazione di mystery shopping condotta dalla commissione europea⁹, i consulenti finanziari indipendenti (IFAs) nel Regno Unito raccomandavano gli ETF ai loro clienti in quanto non erano più incentivati a chiedere commissioni. Lo studio ha rilevato che il 20% degli assets offerti in modo proattivo dagli IFAs agli investitori retail nel Regno Unito includevano ETF, mentre il resto degli assets era diviso tra una varietà di fondi misti, obbligazioni, azioni e prodotti pensionistici. Nei Paesi Bassi, anche i fondi passivi hanno registrato un aumento delle vendite a seguito dell'entrata in vigore del divieto sulle commissioni (cfr. sezione 3.2).

⁶ French AMF, 'Risk and Trend Mapping No 17', https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fc384ec29-a8f0-44d3-97bf-4013e7f17114, p. 81.

⁷ ESMA, 'Performance and costs of retail investment products in the EU',

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-731-asr-performance_and_costs_of_retail_investments_products_in_the_eu.pdf, p.25

⁸ Morningstar, 'CSA Consultation Paper 81-408; Consultation on the option of discontinuing embedded commissions', <http://video.morningstar.com/ca/CommentLetter-ENG.pdf>, p. 3-4.

⁹ European Commission, 'Study on the distribution systems of retail investment products', https://ec.europa.eu/info/publications/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.

Il fatto che i consulenti finanziari tendano a raccomandare meno fondi a basso costo (come gli ETF) ciò danneggia i clienti retail “medio”, poiché studi dimostrano che il livello dei costi erode la performance del fondo nel lungo periodo. Ad esempio, secondo uno studio sul settore asset management in UK del 2018, la FCA ha rilevato che **“non esiste una chiara relazione tra prezzo e performance: i fondi più costosi non sembrano performare meglio di altri fondi né prima né dopo i costi”**¹⁰. Al contrario, la FCA ha rilevato che vi sono **“alcune prove di una relazione negativa tra rendimenti netti e oneri”**¹¹.

Nel 2019 l'ESMA ha pubblicato uno studio che dimostra che la performance dei fondi di investimento è significativamente influenzata dalle commissioni, con oneri che in media hanno ridotto i rendimenti lordi del 25% per gli investitori finali¹². Lo studio dell'ESMA ha inoltre rilevato che i fondi passivi hanno sovraperformato costantemente i fondi gestiti attivamente, una volta presi in considerazione gli oneri. Uno studio del nostro membro del Consiglio norvegese dei consumatori ha inoltre rilevato che i fondi di investimento attivi offerti agli investitori retail sul mercato norvegese hanno sovraperformato solo in rari casi le loro alternative passive più economiche¹³.

Il divieto delle commissioni accelererebbe i flussi nei fondi passivi a basso costo e nei fondi d'investimento attivi a basso costo. Lo scopo dell'applicazione del divieto sulle commissioni non sarebbe quello di sostituire i gestori di fondi attivi o di favorire i fondi passivi di investimento rispetto ai fondi attivi, ma disincentivare semplicemente l'offerta di prodotti più costosi poiché legati a commissioni più elevate. Ciò incoraggerà inoltre i consulenti ad esercitare una maggiore discrezionalità (anche in relazione ai costi) quando formulano raccomandazioni d'investimento.

2. MIFID II: OPPORTUNITÀ PERSE A LIVELLO UE

L'Unione Europea ha preso in considerazione il divieto generale delle commissioni durante la revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II). MiFID II è un elemento chiave della legislazione sulla protezione degli investitori che introduce indicazioni di condotta “armonizzate” per le società di investimento che offrono consulenza finanziaria.

Purtroppo, a causa della forte opposizione del settore dei servizi finanziari, MiFID II alla fine ha vietato le commissioni solo nel caso in cui viene fornita “consulenza su base indipendente”. Ai sensi di MiFID II, le imprese che forniscono consulenza in materia di investimenti su base indipendente non sono autorizzate a ricevere commissioni quando formulano raccomandazioni d'investimento. Tuttavia, nei casi in cui la consulenza che viene erogata non è su base indipendente, i consulenti sono comunque autorizzati a ricevere commissioni a condizione che:

- Siano progettati in modo da migliorare la qualità del servizio fornito (il cosiddetto “test di miglioramento della qualità”¹⁴)

10 FCA, ‘Asset Management Market Study – Interim Report’, <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-2-interim-report.pdf>, p.15.

11 FCA, ‘Asset Management Market Study – Final Report’, <https://www.fca.org.uk/publication/market-studies/ms15-2-3.pdf>, p. 4.

12 ESMA, ‘ESMA Report finds investment product performance highly impacted by charges’, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-report-finds-investment-product-performance-highly-impacted-charges>

13 Finansportalen, ‘Indeksfond Eller Aktive Fond – Hva er Best?’, <https://www.finansportalen.no/andre-valg/artikler/indeksfond-eller-aktive-fond-hva-er-best/>

- Non pregiudichino il dovere della società ad agire onestamente, equamente e professionalmente nei confronti del cliente e nel miglior interesse di quest'ultimo
- Le commissioni siano esplicitate

Alcuni suggeriscono che l'esplicitazione delle commissioni scoraggerebbe i consulenti dal raccomandare prodotti con costi inaccettabilmente più elevati o che la divulgazione consentirebbe ai risparmiatori di scegliere "prodotti meno costosi". Tuttavia, in pratica, **i risparmiatori hanno difficoltà a capire come le commissioni possano influenzare l'indipendenza nella consulenza** e potrebbero non avere le competenze necessarie per mitigare il potenziale conflitto di interessi all'interno delle raccomandazioni ricevute.

Ad esempio, un'indagine condotta dalla Banca centrale irlandese sui risparmiatori che si sono affidati di recente alla consulenza finanziaria, dimostra che la maggioranza degli intervistati era completamente all'oscuro di eventuali pagamenti di commissioni in corso ai consulenti finanziari¹⁵. L'indagine ha rilevato inoltre che il 39% degli intervistati sono convinti che i consulenti finanziari ricevano lo stesso livello di commissioni dalla vendita di tutte le tipologie di prodotti, secondo le normative esistenti in materia finanziaria (anche se questo non è il caso).

Un altro studio condotto nei Paesi Bassi ha rilevato che la trasparenza sulle commissioni ha avuto un impatto limitato sul comportamento decisionale dei consumatori: "ottenere informazioni è un passo; la conversione di tali informazioni in comprensione e azione, che è ciò che la trasparenza in ultima analisi comporta, è un'altra"¹⁶. Il Ministero delle Finanze olandese sostiene che: "La trasparenza retributiva è un primo passo importante. Tuttavia, sembra che, anche se i risparmiatori sono informati, non sempre agiscono su queste informazioni ottenendo consigli meno costosi e imparziali."¹⁷

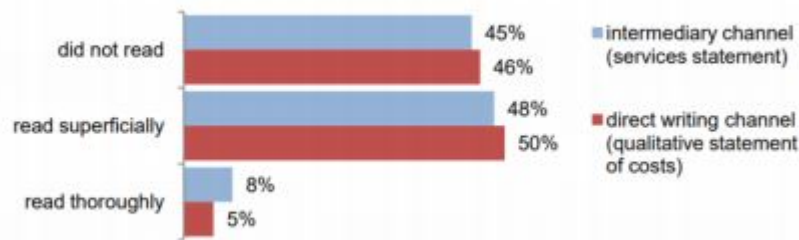
14 Official Journal of the European Union, Article 11(2)a of the Delegated Directive 2017/593 supplementing MiFID II, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX:32017L0593>. Under MiFID II, non-independent advisers are permitted to continue receiving commissions as long as the inducement enhances the quality of the service for the client. A commission is considered to enhance the quality of the service if the inducement (a) allows access to a wider range of suitable investment products (including from third parties); (b) allows ongoing 'advice' or a 'service' to the client (e.g. on the continuing suitability of the products, and/or optimal asset allocation); (c) is paired with an added value tool (e.g. such as objective information tools helping the relevant client to take investment decisions). For the distribution of insurance-based investment products (for instance, life insurance policies with an investment component), even slightly different rules apply. For instance, while under MiFID II, financial advisers have to disclose the nature and the amount of the commission paid, the IDD only requires financial advisers to disclose the nature of the commission (but not the amount).

15 Central Bank of Ireland, 'Consumer understanding of Commission Payments', <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/consumer-protection-research/consumer-understanding-of-commission-payments---november-2017.pdf?sfvrsn=2>.

16 SEO, 'Evaluation of commission rules for complex products', http://www.seo.nl/uploads/media/2010-44_Evaluation_of_commission_rules_for_complex_products.pdf, p. iii.

17 Quoted in 'Towards a fairer deal for consumers and the financial industry', <https://sven-giegold.de/wp-content/uploads/2012/09/Towards-a-fairer-deal-english-version.pdf>.

Figure 4-3: A minority of consumers read through the information about costs and services thoroughly



Source: SEO/TNS Nipo 2010


Nel 2010, una ricerca condotta per il governo olandese ha scoperto che i risparmiatori che acquistavano prodotti d'investimento complessi **raramente consideravano attentamente la "dichiarazione dei servizi" fornita loro durante il processo di consulenza finanziaria**. La "dichiarazione dei servizi" comprendeva informazioni dettagliate sul livello di retribuzione versata al consulente finanziario. Secondo un'indagine condotta nell'ambito di questo studio, **solo un piccolo numero di investitori legge a fondo il documento**.

Prima del divieto sulle commissioni nel Regno Unito, la FCA ha introdotto un regime di divulgazione nel tentativo di assistere i risparmiatori nel processo decisionale quando cercano una consulenza finanziaria. Le imprese erano tenute a comunicare la commissione massima ricevuta per un prodotto, nonché la media di mercato per una gamma di prodotti sotto forma di "documento di divulgazione iniziale". Nel 2007, uno studio commissionato dalla FCA nel Regno Unito, non ha trovato prove coerenti che la divulgazione delle commissioni abbia portato a una diminuzione delle commissioni. Infatti, lo studio ha rilevato che al contrario, le commissioni applicate sono in realtà aumentate in seguito a una maggiore divulgazione per 8 delle 11 categorie di prodotti coperte dall'obbligo di divulgazione¹⁸.

¹⁸ CRA International, 'An Empirical Investigation into the Effects of the Menu', http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/CRAreport_menu.pdf, p. 28. "Table 5 shows that there is no consistent evidence that mean commission rates fell following the implementation of the menu. In fact, of the 11 product categories the menu covers, there were increases in mean commission rates in 8 categories"

Fondamentalmente, **l'esplicitazione delle commissioni non ha nessun impatto sulla soluzione dei problemi strutturali e sistemici che i conflitti di interesse hanno creato** in primo luogo, danneggiando gli investitori e il mercato stesso. Il test di miglioramento della qualità può richiedere ai distributori non indipendenti di fornire una gamma più ampia di strumenti finanziari idonei, anche da fornitori di prodotti di terze parti senza stretti legami con il consulente finanziario. Tuttavia, i distributori sono ancora incentivati a selezionare gli strumenti che offrono una commissione, escludendo la distribuzione di prodotti a bassa commissione, o prodotti (come gli ETF) che non pagano una commissione.

Infine, il divieto delle commissioni è una misura più mirata e più semplice rispetto all'imposizione di norme di condotta complesse sull'esplicitazione dei costi e delle commissioni agli operatori del mercato al fine di limitare i conflitti di interesse intrinseci nell'erogazione della consulenza finanziaria. Se la struttura del mercato fosse tale da garantire i giusti incentivi, allora i consulenti finanziari seguirebbero comportamenti adeguati e si potrebbe così ridurre anche il controllo di tali comportamenti a livello normativo. Tuttavia, se tali sono la struttura e gli incentivi del mercato, la regolamentazione che tenta di imporre comportamenti in conflitto con gli interessi commerciali esistenti godrà probabilmente di un successo limitato.



"La regolamentazione ha prestato poca attenzione alle problematiche legate alla struttura del mercato e alla natura e all'efficacia della concorrenza, sviluppando invece norme dettagliate e spesso prescrittive che disciplinano la condotta del mercato, con costi sostanziali e un successo limitato. La regolamentazione dovrebbe concentrarsi sulla creazione di strutture di mercato che forniscano incentivi adeguati, piuttosto che sull'infruttuoso tentativo di controllare il comportamento di fronte a incentivi commerciali inadeguati."

Professor John Kay, Laureato in Economia presso l'Università di Oxford

3. IL CASO DELLA CONSULENZA INDIPENDENTE

3.1 REVISIONE DELLA DISTRIBUZIONE AL RETAIL NEL REGNO UNITO

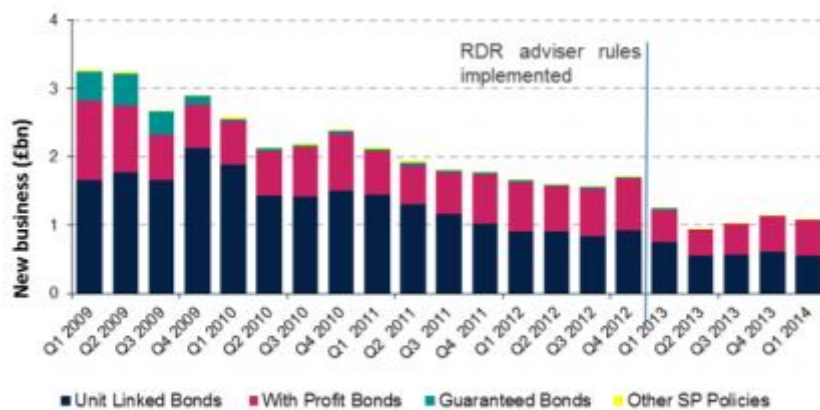
Nel 2013, a seguito di un'approfondita Retail Distribution Review (RDR) nel Regno Unito, la FCA ha vietato le commissioni. **A partire dal 1° gennaio 2013, gli intermediari non possono più ricevere commissioni sui prodotti di investimento offerti al retail** dai fornitori di prodotti e i consulenti possono essere pagati per i loro servizi solo attraverso una fee separata al cliente. In seguito alla RDR, le imprese che forniscono consulenza in materia di investimento al retail devono comunicare al cliente se i loro servizi sono "independent" o "restricted". La consulenza definita "independent" è slegata da qualsiasi potenziale conflitti di interesse e quindi basata su una valutazione dell'intero mercato (ampia gamma di strumenti). Qualora le imprese limitino l'ambito di applicazione dei loro consigli solo a determinati prodotti o fornitori, devono divulgarlo al consumatore e spiegare chiaramente la natura della restrizione (restricted advice). La RDR ha inoltre introdotto requisiti professionali più severi per i consulenti finanziari.

Il divieto sulle commissioni riduce i conflitti di interessi per i consulenti

Nel 2014, uno studio commissionato dalla FCA¹⁹ ha rilevato che il divieto sulle commissioni ha ridotto i conflitti di interessi per i consulenti e il bias nell'offerta di prodotti. Si è assistito infatti a una netta diminuzione della vendita di prodotti con commissioni elevate pre-RDR e a un aumento della vendita di prodotti con commissioni più basse o nulle prima dell'entrata in vigore della RDR.

¹⁹ Europe Economics, 'Retail Distribution Review – Post-implementation Review', <https://www.fca.org.uk/publication/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf>.

Ad esempio, a seguito dell'entrata in vigore del divieto sulle commissioni, si è registrato un calo significativo nella vendita di "investment bonds" (con commissioni elevate fino al 7.5% dell'importo iniziale investito).



Source: Association of British Insurers (2014). Note data refer to ABI members only.

Si è assistito inoltre a uno spostamento verso prodotti a basso costo (che non generavano commissioni elevate prima della RDR), con consulenti che ora raccomandano sempre più tali prodotti ai risparmiatori. Ad esempio, **le vendite di tracker funds sono aumentate drammaticamente dopo la RDR**, da circa 400 milioni di euro nel 2012 a 1.000 milioni di dollari all'inizio del 2013 (la RDR è entrata in vigore nel primo trimestre 2013). I tracker funds sono prodotti di investimento a basso costo che in genere hanno costi inferiori rispetto ai fondi di investimento gestiti attivamente (vedi anche il nostro caso di studio su "La vendita di ETF agli investitori retail in Europa").

Figure 6.3: Tracker fund net sales and percentage of total funds under management



I tracker funds, o fondi di investimento a basso costo, hanno attirato un flusso consistente di investimenti a seguito dell'entrata in vigore del divieto sulle commissioni, in quanto i consulenti hanno iniziato a raccomandare prodotti in base alla loro bontà e non più in base alla commissione che generano.

La UK FAMR ha inoltre riscontrato un calo della vendita di prodotti d'investimento appartenenti alle share-classes più costose. Nel gennaio del 2012, il 60% di tutti i flussi lordi degli investitori retail finiva nei prodotti appartenenti alle share-classes con commissioni più elevate. A maggio 2014, due anni e mezzo dopo l'entrata in vigore del divieto nel Regno Unito, questa percentuale è scesa al 20%.

Figure 6.2: Gross retail flows through highest-charging class shares and other shares



Lo studio ha concluso che il divieto sulle commissioni di terze parti sembra aver ridotto la distorsione (o bias) nell'offerta dei prodotti e che le case prodotto che offrivano prodotti con commissioni più basse o nulle prima della RDR possono ora competere in un mercato più equo.

Lo studio ha infine concluso che "i risparmiatori che ricevono una consulenza finanziaria completa hanno ora maggiori probabilità di ricevere una consulenza migliore da consulenti finanziari non influenzati da potenziali conflitti di interesse nell'offerta di prodotti finanziari".

Il divieto sulle commissioni ha aumentato la concorrenza tra le case prodotto e ha abbassato i prezzi per i risparmiatori

Lo studio ha inoltre rilevato che "con la rimozione delle commissioni ai fornitori, i consulenti esercitano ora una pressione sui prezzi ai fornitori". Ad esempio, lo studio ha mostrato "un aumento della pressione sui prezzi (ad esempio sotto forma di negoziati più prolungati [tra consulenti e case prodotto]". I consulenti sono sempre più alla ricerca del prodotto più conveniente per il loro cliente, piuttosto che alla ricerca del prodotto che attira la commissione più elevata. Lo studio ha concluso che "gli oneri applicati ai prodotti offerti al retail hanno iniziato a scendere dopo l'entrata in vigore della RDR, spinti da una maggiore pressione sui fornitori da parte di consulenti e piattaforme come risultato della RDR." L'eliminazione degli incentivi finanziari per favorire un prodotto rispetto a un altro incoraggia i consulenti a concentrarsi sulla bontà del prodotto d'investimento, di cui il costo può essere un indicatore importante.

"Nel complesso, dopo la RDR si è verificato un cambiamento nelle dinamiche della concorrenza, con i fornitori che non competono sul livello delle commissioni ai consulenti per vendere i loro prodotti.

Findings from the Retail Distribution Review post-implementation review

Nel 2018, la Financial Conduct Authority del Regno Unito ha realizzato il "Financial Advice Market Review" (FAMR), concludendo che: "Date le forti argomentazioni contro un sistema basato su commissioni, come la mancanza di trasparenza e distorsione degli incentivi, il FAMR non ritiene che ci sia un caso da considerare, e quindi non raccomanda un ritorno alla consulenza finanziaria basata su commissioni."²⁰

3.2 "PROVISIEVERBOD" NEI PAESI BASSI

A seguito di diversi casi di vendita impropria di alto profilo, il governo olandese ha attuato una serie di riforme per affrontare i problemi del mercato della consulenza finanziaria. Nel 2009, il governo ha imposto un tetto alle commissioni, limitando la commissione che un intermediario finanziario potrebbe ricevere. Decidendo che ciò si è rivelato insufficiente per mitigare i conflitti di interessi, nel 2013 è stato finalmente attuato un divieto per una serie di prodotti di servizi finanziari, tra cui assicurazioni, mutui, prodotti di risparmio complessi e fondi di investimento. Nel gennaio 2014, il divieto è stato esteso a tutte le altre forme di prodotti di investimento al retail²¹. Alla fine del 2014, l'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM) ha tratto le prime evidenze dal divieto sulle commissioni introdotto, a testimonianza che il divieto aveva portato ad una maggiore sensibilità dei distributori alla qualità del prodotto:

"In precedenza, [i distributori] erano desiderosi di negoziare gli incentivi di distribuzione più favorevoli, o retrocessioni. Infatti, i maggiori distributori in genere potevano ottenere incentivi più elevati dagli asset managers rispetto ai loro concorrenti più piccoli. Dal momento in cui è stato introdotto il divieto sulle commissioni, necessariamente i distributori hanno cercato di ottimizzare i loro ricavi in altri modi. Ora si stanno concentrando maggiormente sui loro clienti, sperimentando per trovare quel mix di servizi che meglio soddisfa le loro esigenze. Parte integrante di questa nuova strategia è quello di consigliare fondi di investimento di maggior qualità e più efficienti. Come si evince da diversi feedback del settore, questo ha cambiato radicalmente le discussioni tra gli asset managers e i distributori."²²

Il divieto ha anche aumentato la concorrenza tra le case prodotto, secondo l'AFM olandese. La maggiore sensibilità dei distributori alla qualità del prodotto a seguito del divieto sulle commissioni ha spinto la concorrenza sul mercato olandese, portando a sua volta a prezzi più bassi per i risparmiatori:

"Un'altra impressione è che con l'introduzione del divieto sull'incentivazione alla vendita, la concorrenza tra le case prodotto è aumentata. Questo si evince da alcuni produttori che hanno iniziato a ridurre i prezzi, soprattutto nel segmento dei prodotti passivi. Un certo numero di produttori ha ridotto i prezzi di circa il 50%."²³

Gli intermediari nei Paesi Bassi offrono ora ai risparmiatori una grande varietà di prodotti d'investimento:

"Vediamo sempre più spesso che i distributori nei Paesi Bassi scelgono di offrire fondi passivi ai clienti. La nostra impressione è che i distributori trovino più facile offrire prodotti passivi ai clienti, perché per la prima volta, i fondi passivi e attivi sono in competizione tra loro a parità di condizioni. Prima del [divieto sulle commissioni], ciò non accadeva, perché i fondi attivi la distribuzione garantita tramite le commissioni, mentre i fondi passivi generalmente non pagavano commissioni ai distributori. La quota di fondi passivi detenuti dagli investitori retail è aumentata considerevolmente, passando dall'8% nel 2011 al 16% nel 2014. La nostra impressione è che, a causa di tali sviluppi, anche i costi per gli investitori stiano diminuendo..."

²⁰ FAMR

²¹ Cover Magazine, 'Banning protection commissions ' the Netherlands experience',

<https://www.covermagazine.co.uk/cover/feature/2333037/banning-protection-commissions-the-netherlands-experience>.

²² Speech by Theodor Kockelhoren, Board member of the Netherlands Authority for Financial Markets (AFM), at a conference of the European Money and Finance Forum SUERF in Madrid in 2014,

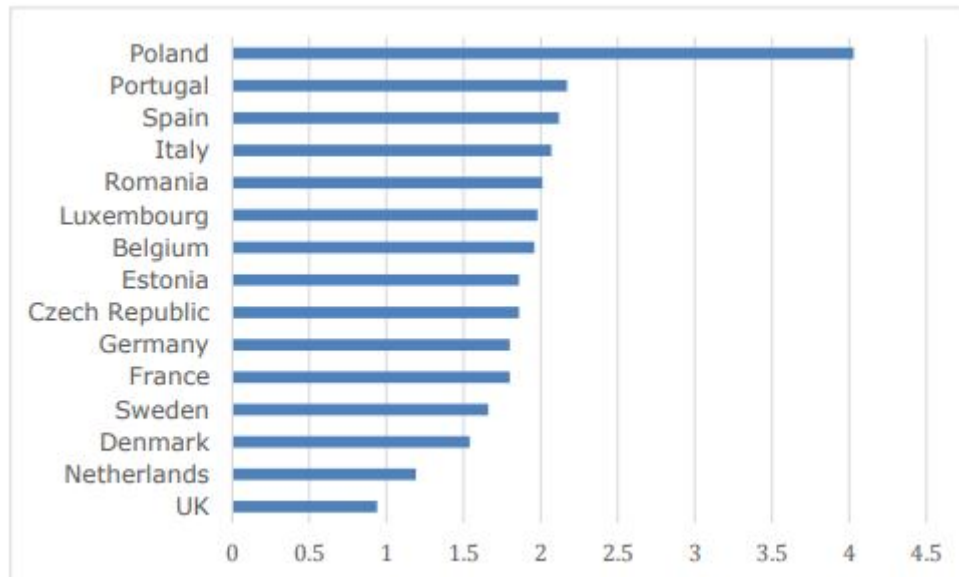
<https://www.afm.nl/en/nieuws/2014/nov/speech-tk-ban-inducements>.

²³ Speech by AFM member to Dutch Association of Insurers (translated by BEUC). Theodor Kockelhoren, 'Eerste indrukken van het provisieverbod: 'so far so good', <https://www.afm.nl/~profmedia/files/lezingen/2014/speech-tk-provisieverbod.pdf>.

Nel 2018, il governo olandese ha effettuato una revisione completa del divieto sulle commissioni. La revisione ha rilevato che il divieto sulle commissioni era efficace e che la qualità della consulenza era migliorata dopo la sua entrata in vigore. In una lettera²⁴ al Parlamento olandese, il ministro delle Finanze Wopke Hoekstra ha scritto che la pressione verso determinati prodotti e/o fornitori specifici si è concluso a seguito del divieto e che la qualità della consulenza è migliorata. A seguito della review, il governo olandese si è fermamente impegnato a mantenere il divieto in vigore.

3.3 EUROPEAN COMMISSION RETAIL DISTRIBUTION STUDY

Lo studio condotto dalla Commissione Europea mostra inoltre che gli investitori retail nei paesi con un dove è presente il divieto sulle commissioni, hanno accesso ai prodotti di investimento con costi più contenuti. Lo studio ha valutato il modo in cui i prodotti di investimento al retail vengono venduti ai risparmiatori in 15 paesi europei, tra cui il Regno Unito e i Paesi Bassi. Lo studio ha rilevato che le commissioni applicate variano in modo significativo tra gli Stati membri dell'UE e che i costi possono in alcuni casi sono molto elevati per gli investitori retail. Ad esempio, in Polonia, “the average ongoing charge” per investire in un fondo azionario è circa quattro volte superiore rispetto ai fondi di investimento offerti agli investitori retail nel Regno Unito e nei Paesi Bassi. Infatti, tra gli Stati membri nell'ambito dello studio, i distributori nei Paesi Bassi e nel Regno Unito sembrano offrire costi più bassi per tutti i tipi di fondi. Lo studio ha rilevato che nel Regno Unito e nei Paesi Bassi i singoli investitori sono stati sistematicamente reindirizzati dalle loro banche e assicurazioni a consulenti finanziari indipendenti e ai distributori che applicano costi più bassi per tutti i tipi di fondi. The “median ongoing charges” dei fondi azionari nei Paesi Bassi (1,10%) e il Regno Unito (0,94%) sono i più bassi tra i paesi analizzati:



²⁴ Rijksoverheid, ‘Kamerbrief evaluatie provisieverbod’,
<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2018/01/23/kamerbrief-evaluatie-provisieverbod>.

Gli oppositori al divieto sulle commissioni affermano che i risparmiatori non sono disposti a pagare la consulenza, che i costi saranno troppo elevati, che coloro che non hanno le risorse o redditi bassi saranno lasciati con poco o nessun accesso alla consulenza, portando così a un cosiddetto "divario di consulenza" o "advice gap" in inglese.

Tuttavia, le valutazioni del Regno Unito e dei Paesi Bassi mostrano che **la stragrande maggioranza dei risparmiatori continua ad avere accesso alla consulenza, se percepisce il valore della consulenza erogata**. Nonostante alcune preoccupazioni in merito all' "advice gap", le autorità di regolamentazione e i responsabili delle politiche finanziarie non hanno mai considerato un ritorno alla consulenza finanziaria basata su commissioni, che eroderebbe importanti garanzie dei risparmiatori. La maggioranza degli intervistati che hanno dato il loro contributo alla Financial Advice Market Review (FAMR) del Regno Unito è d'accordo sul fatto che le norme applicate dalla RDR si sono rivelate positive per l'investitore finale e non c'è motivo di ritornare alle strutture commissionali pre-RDR". Un piccolo numero di intervistati ha comunque chiesto alla FAMR un ritorno alla consulenza finanziaria basata sulle commissioni, ma un numero irrisorio in confronto a chi ha espresso la "visione opposta".²⁵

La stragrande maggioranza dei risparmiatori nel Regno Unito e nei Paesi Bassi continua a richiedere la consulenza

Le valutazioni del Regno Unito e dei Paesi Bassi dimostrano che la stragrande maggioranza dei risparmiatori è disposta a pagare esplicitamente per la consulenza finanziaria, se ritiene che questa sia di valore. Uno studio della FCA sulla scia della RDR ha concluso che "ci sono poche prove che la disponibilità di consulenza si sia ridotta in modo significativo, con la maggior parte dei consulenti che invece vede crescere la propria base clienti". Allo stesso modo, ci sono pochissime evidenze che dover pagare per la consulenza "abbia portato a un numero significativo di risparmiatori a non essere disposti a pagare una parcella".²⁶

Inoltre, lo studio non ha rilevato alcuna preoccupazione tra i consulenti "di clienti non disposti a continuare a ricevere consulenza a causa dei costi". Un'indagine condotta nell'ambito della Financial Advice Market Review (FAMR) del Regno Unito ha rilevato che il motivo principale per cui un risparmiatore non è disposto a pagare per una consulenza "è che semplicemente non ha necessità di farlo, o prende decisioni da solo, piuttosto che per eventuali problemi di sostenibilità".

Infatti, i dati che provengono da coloro che stanno già usufruendo della consulenza finanziaria, solo il 9% era preoccupato di non potersi permettere di pagare una parcella al consulente, e solo lo 0,5% ha dichiarato di non essere in grado di trovare un consulente disposto o in grado di offrire loro consulenza. Allo stesso modo anche nei Paesi Bassi i risparmiatori sono disposti a pagare una parcella e solo il 2% la considera una barriera per ricevere una consulenza su un mutuo o una polizza di assicurazione sulla vita.²⁷

Sebbene nel Regno Unito si sia registrato un iniziale calo del numero di consulenti (in parte a seguito di standard professionali più elevati per i consulenti finanziari introdotti nell'ambito della RDR, nonché di altri fattori), vi sono prove che il mercato della consulenza è in crescita e si sta adoperando per ampliare i servizi dedicati agli investitori finali. Nel 2019 la FCA ha pubblicato alcuni dati che dimostrano che²⁸:

25 FCA, 'Financial Advice Market Review – Final Report', <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/famr-final-report.pdf>.

26 Europe Economics, 'Retail Distribution Review: post-Implementation Review', <https://www.fca.org.uk/publication/research/rdr-post-implementation-review-europe-economics.pdf>.

27 CentERdata, 'Consumentenonderzoek in het kader van de evaluatie van het provisieverbod',

<https://www.tweedekamer.nl/downloads/document?id=d5ae9a58-85ba-41b5-ac23-88aaf0f87b04&title=Consumenten%20en%20financieel%20advies.%20Consumentenonderzoek%20in%20het%20kader%20van%20de%20evaluatie%20van%20het%20provisieverbod.pdf>, p. 51.

28 FCA, 'Evaluation of RDR and the FAMR – Call for input', <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-for-input-evaluation-rdr-famr.pdf>, section 4.5.

- Il numero di consulenti dichiarati all'interno di società di consulenza finanziaria è aumentato del 3% dal 2016 al 2017, raggiungendo 26.311 consulenti. Il numero di intermediari è passato da 4.970 nel 2016 a 5.049 nel 2017, con un costante aumento dal 2013 del 10% del numero di realtà.
- Le entrate e i profitti dei consulenti finanziari del Regno Unito sono aumentati, nonostante il calo delle entrate che ricevevano dalle commissioni (gli intermediari inglese che percepivano commissioni prima dell'entrata in vigore della RDR continuano ancora ad oggi a percepirla).
- C'è stato un aumento statisticamente significativo del numero di persone che si avvalgono di consulenza finanziaria dal 2017, con un aumento a 1,3 milioni persone. Si è inoltre assistito ad un aumento dell'uso di "guidance services" e dei servizi di consulenza automatizzata per aiutare gli investitori a prendere decisioni di pianificazione finanziaria.

I clienti britannici e olandesi sono in grado di valutare il costo e il valore della consulenza e decidere se beneficiarne o meno

Le reviews effettuate nel Regno Unito e nei Paesi Bassi rivelano che, separare il costo della consulenza da quello del prodotto, rende i risparmiatori in grado di giudicare meglio il costo della consulenza e di quindi decidere se riceverla o meno. In passato, gli investitori non si accorgevano che stavano già pagando per la consulenza, in quanto il costo della consulenza era compreso all'interno del costo del prodotto d'investimento (bundled pricing). **Prima della RDR, molti risparmiatori credevano erroneamente che la consulenza fosse gratuita** e non capivano l'impatto che le commissioni potevano avere sui loro rendimenti. Secondo una ricerca di Deloitte, l'87 per cento dei risparmiatori era convinto che la consulenza fosse gratuita prima della RDR, con il consulente che sosteneva il costo della consulenza.²⁹

La consulenza può essere costosa e non è sempre un'opzione conveniente o appropriata per gli investitori, in particolare per coloro che cercano aiuto in relazione a minori somme di denaro, o con esigenze più semplici (ad esempio, quelli con una minore quantità di denaro da investire o quelli che risparmiano per "rainy day fund" ovvero per momenti in cui il reddito regolare viene interrotto o diminuisce). La trasparenza sul costo della consulenza crea anche la possibilità per i risparmiatori di influenzare l'offerta dei servizi di consulenza. Se la consulenza, come sembra oggi, è percepita dai risparmiatori come troppo costosa per il valore che fornisce, vi è la possibilità che emergano altri modelli di servizi di consulenza più efficienti sotto il profilo del costo, tra cui soluzioni le digitali nuove e più convenienti come i robo-advisors. Il nostro membro inglese ha chiesto alla FCA di "lavorare per ottenere nuove vie più semplici per offrire consulenza finanziaria, senza dover diminuire la protezione per gli investitori in quanto ciò dovrebbe ridurre significativamente i costi"³⁰. Come parte della FAMR, la FCA ha annunciato una serie di passaggi per rendere la consulenza più sostenibile e accessibile per i risparmiatori.

I consumatori del Regno Unito si astengono dal beneficiare di una consulenza professionale a causa di un "divario di fiducia" o "trust gap"

La fiducia dei consumatori nel settore dei servizi finanziari è stata gravemente scossa a seguito di diversi scandali di mis selling nel Regno Unito, ed è chiaro che una storia di problematiche nel settore finanziario e la mancanza di fiducia continuano a dissuadere i risparmiatori a rivolgersi a consulenti finanziari.

²⁹ Deloitte, 'Bridging the advice gap: delivering investment products in a post-RDR world',

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-rdr-bridging-the-advice-gap.pdf>.

³⁰ Which?, 'Should I get financial advice?', <https://conversation.which.co.uk/money/fca-ifas-financial-advice-pensions-mortgages-investments/>.

La FAMR del Regno Unito ha individuato **la persistente mancanza di fiducia come uno dei principali ostacoli che trattengono i risparmiatori nel cercare consulenza finanziaria**. Una ricerca condotta dai nostri membri Citizens Advice nell'ambito della FAMR ha scoperto che esiste ancora un malinteso comune tra i risparmiatori che "i consulenti potrebbero ancora percepire commissioni" e che la consulenza non sia veramente indipendente³¹. La FAMR conclude che "sembra probabile che ci vorrà molto più tempo per far sì che ci sia consapevolezza dei cambiamenti introdotti dalla RDR e quindi che ci siano livelli più elevati di fiducia nel settore."

I risparmiatori pongono "fiducia" e "indipendenza" come i fattori più importanti quando ci si rivolge a consulenti finanziari, al di là della mera convenienza della consulenza. La ricerca effettuata da Citizen Advice mostra che la "fiducia" (57%) e l'"indipendenza" (44%) in un consulente finanziario sono stati i fattori più importanti nella ricerca di consulenza finanziaria, e la sostenibilità della consulenza solo come terzo fattore più importante (del 28% degli intervistati). Un'indagine condotta dalla Banca centrale d'Irlanda ha inoltre rilevato che il 73% ritiene importante per i consulenti finanziari descrivere sé stessi come indipendenti, con il 63% che afferma di preferire una scelta di un consulente indipendente.³²

4. CONCLUSIONI

Migliorare la consulenza per i risparmiatori che investono nel mercato dei capitali è fondamentale per ripristinare la fiducia nei servizi finanziari al retail. In questo documento, abbiamo dimostrato che l'attuale approccio normativo non ripristinerà tale fiducia in un prossimo futuro senza che non ci sia un reale cambiamento a livello di policy europee.

La "European Commission's Mid-Term Review of the Capital Market Union Action Plan"³³ ha riconosciuto la necessità di avvicinare ancor di più gli investitori retail al mercato dei capitali e di garantire loro l'accesso a opportunità di investimento più convenienti.

Il presente documento dimostra che un divieto sulle commissioni ridurrebbe i conflitti di interessi e incoraggerebbe la distribuzione di prodotti d'investimento più convenienti per gli investitori finali, aumentando al contempo la concorrenza tra i produttori di prodotti a vantaggio dei risparmiatori. In un mercato ideale della consulenza finanziaria, la concorrenza creerebbe una pressione al ribasso sui costi per i risparmiatori finali. Tuttavia, **l'odierno modello basato sulle commissioni opera nella direzione opposta, orientando la consulenza e la distribuzione a favore di prodotti d'investimento con costi più elevati**. Si tratta di un risultato altamente prevedibile di un modello di business in cui i ricavi di un consulente finanziario dipendono dal consigliare prodotti più costosi. A differenza di un mercato competitivo, i prodotti costosi e poco performanti non vengono eliminati, ma continuano ad essere venduti con un ampio margine. La consulenza finanziaria oggi è troppo spesso influenzata dalle dimensioni delle commissioni pagate dalle case prodotte, invece che dalle esigenze del risparmiatore.

³¹ Citizens Advice, 'The Affordable Advice Gap',

[https://www.citizensadvice.org.uk/Global/CitizensAdvice/Debt%20and%20Money%20Publications/AffordableAdviceGap%20\(5\).pdf](https://www.citizensadvice.org.uk/Global/CitizensAdvice/Debt%20and%20Money%20Publications/AffordableAdviceGap%20(5).pdf).

³² Central Bank of Ireland, 'Consumer understanding of commission payments',

<https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/consumer-protection-research/consumer-understanding-of-commission-payments---november-2017.pdf?sfvrsn=2>.

³³ European Commission, 'Communication of the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan',

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf, p. 17.

³⁴ BEUC, 'Financial guidance: the missing tool!', <https://www.beuc.eu/blog/financial-guidance-the-missing-tool/>

Per ovviare a questo problema, il BEUC chiede:

- **Divieto di commissioni per tutti i prodotti di investimento al retail e prodotti finanziari complessi**
- **Per tutti gli altri tipi di servizi finanziari (ad es. credito ipotecario e credito al consumo), una limitazione della remunerazione basata sulle commissioni** a un modello neutro dal punto di vista del prodotto, in base al quale gli incentivi monetari sono legati alla performance a lungo termine del prodotto finanziario per i consumatori e per i livelli di soddisfazione dei consumatori.
- **Un'indagine sui servizi complementari alla consulenza finanziaria, come una guida indipendente³⁴ per aiutare i consumatori a compiere scelte migliori nella finanza al retail.**

ANNEX: RIFORME NORMATIVE NEL MONDO IN RISPOSTA A RETRIBUZIONI CONFLITTUALI

REGNO UNITO

Nel Giugno 2006 l'Autorità per i Servizi Finanziari (FSA, poi diventata Financial Conduct Authority nel 2013) ha avviato la Retail Distribution Review - un esame approfondito della distribuzione al retail dei prodotti d'investimento. Questa, ha individuato una serie di problemi di lunga durata che incidono sulla qualità della consulenza finanziaria e sui risultati per i risparmiatori, nonché una mancanza di fiducia nel mercato degli investimenti nel Regno Unito. In seguito alla revisione, l'FSA ha raccomandato di vietare le commissioni per le vendite di investimenti consigliati agli investitori retail. Così dal 1° Gennaio 2013, gli intermediari non possono più ricevere commissioni sui prodotti di investimento retail offerti dalle case produttrici, e i consulenti possono essere pagati per i loro servizi solo addebitando una tariffa separata ai clienti. Nel 2016, il Regno Unito ha effettuato una revisione del divieto sulle commissioni e si è fermamente impegnato a mantenere il divieto in vigore.

PAESI BASSI

A seguito di una serie di importanti casi di vendita impropria nei Paesi Bassi, il governo olandese ha attuato una serie di riforme per affrontare i problemi del mercato della consulenza finanziaria per i risparmiatori olandesi. Nel 2009 il governo olandese ha introdotto un tetto alle commissioni, limitandone l'importo che un intermediario può ricevere per determinati prodotti finanziari. Infine, nel gennaio 2013 è stato introdotto un divieto sulle commissioni per una serie di prodotti finanziari, tra cui assicurazioni, mutui, prodotti di risparmio complessi e fondi di investimento³⁵. Nel gennaio 2014 il divieto è stato esteso anche a tutte le altre forme di prodotti di investimento al retail. Il governo olandese si è impegnato a mantenere il divieto a seguito di una valutazione effettuata nel 2018.

IRLANDA

Nel 2017, la Banca Centrale d'Irlanda ha condotto un'indagine sulla "Comprensione dei risparmiatori per il pagamento delle commissioni", che ha rivelato che il 73% degli investitori ritiene importante che un consulente finanziario si definisca indipendente. Il 63% degli intervistati ha dichiarato di preferire un consulente finanziario che si è definito indipendente. Nel novembre 2017, la Banca Centrale d'Irlanda ha pubblicato un documento di consultazione sulle proposte volte a rafforzare la tutela dei consumatori quando richiedono consulenza finanziaria agli intermediari finanziari. In base alle norme proposte, gli intermediari finanziari non sarebbero più autorizzati ad accettare determinati tipi di commissioni e incentivi.

³⁵ Cover Magazine, 'Banning protection commissions – the Netherlands experience', <https://www.covermagazine.co.uk/cover/feature/2333037/banning-protection-commissions-the-netherlands-experience/>.

³⁶ The Irish Times, 'Fiona Reddan: Financial advisers slow to display fees and commission rates', <https://www.irishtimes.com/business/personal-finance/fiona-reddan-financial-advisers-slow-to-display-fees-and-commission-rates-1.3791572>.

In base alle norme proposte dalla banca centrale, gli intermediari non sarebbero più autorizzati ad accettare alcun incentivo che possa dar luogo a un potenziale conflitto di interessi. Tra gli incentivi da includere nel divieto vi sono quelli che sono: legati a obiettivi basati sui volumi di vendita; l'entità del mutuo ipotecario; le commissioni agevolate; e quelli che potrebbero esercitare un condizionamento su quali prodotti i broker raccomandano ai loro clienti poiché questi prodotti offrono una commissione più elevata. Agli intermediari finanziari sarà impedito di formulare raccomandazioni se i consulenti accettano livelli diversi di incentivi per la gamma di prodotti che offrono. La Banca Centrale d'Irlanda sta attualmente facendo il punto delle risposte alla sua consultazione e sta finalizzando le sue nuove misure sugli incentivi.³⁶

AUSTRALIA

Nel 2013 è entrato in vigore un divieto sulle commissioni nell'ambito delle riforme dell'Australia Future of Financial Advice (FoFA). Le riforme hanno vietato le commissioni pagate dalle case prodotte ai consulenti finanziari quando forniscono consulenza personale ai clienti retail. I consulenti saranno invece tenuti a negoziare le tariffe per la consulenza direttamente con i clienti, e saranno autorizzati ad addebitare una tariffa continuativa solo se il cliente riceve un servizio continuo. Alcuni prodotti sono stati esclusi dal campo di applicazione del divieto di remunerazione dei consulenti finanziari, tra cui alcune assicurazioni sulla vita e prodotti assicurativi generali. Nel 2018, la Royal Commission in Misconduct in Financial Services ha raccomandato di effettuare una revisione per valutare se il divieto debba essere applicato anche a tali prodotti assicurativi, o quanto meno se le commissioni per tali prodotti debbano essere soggette a un tetto massimo³⁷. Il governo australiano ha inoltre annunciato che entro la fine del 2022 effettuerà una revisione dell'efficacia delle riforme del FoFA, compreso il divieto di commissioni³⁸.

SUD AFRICA

A seguito di una serie di scandali di vendita impropria, il governo sudafricano ha vietato ai consulenti finanziari di ricevere qualsiasi forma di pagamento di commissioni per la vendita di prodotti d'investimento. In base alle nuove regole, agli intermediari è vietato guadagnare qualsiasi forma di remunerazione per i prodotti d'investimento diversa dalle commissioni di consulenza concordate con il cliente, analogamente alle riforme introdotte nel Regno Unito nell'ambito della Retail Distribution Review della FSA. La normativa è stata attuata il 1° gennaio 2017³⁹. Una serie di eccezioni si applicheranno ai prodotti d'investimento commercializzati sul mercato a basso reddito. Il regolatore sta attualmente consultando il settore per identificare quali tipi di prodotti d'investimento saranno esentati dal regolamento. Nell'ambito di questa consultazione, l'autorità di regolamentazione sudafricana sta valutando potenziali limiti delle commissioni per i prodotti d'investimento commercializzati sul mercato a basso reddito⁴⁰.

INDIA

Nell'ottobre 2018, l'Indian Securities and Exchange Board (Sebi) ha vietato il pagamento di commissioni up-front da parte dei fondi comuni di investimento ai distributori. Sebi sostiene che il divieto di commissioni iniziali "porterebbe trasparenza nelle spese, ridurrebbe la rotazione del portafoglio e le vendite abusive nei fondi comuni d'investimento"⁴¹. Sebi ha deciso di introdurre il divieto di commissioni up-front in seguito alla preoccupazione che i distributori spostassero spesso i clienti da uno schema di fondi all'altro, nel tentativo di ottenere la commissione: "Sebi ha osservato che tali commissioni eccessive offerte ai distributori portano alla migrazione dei distributori da una società di gestione patrimoniale a un'altra e li costringono a vendere i fondi comuni di

37 Australian Government, 'Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry', <https://www.royalcommission.gov.au/sites/default/files/2019-02/fsrc-volume-1-final-report.pdf>, 185-186.

38 Australian Government, 'Restoring trust in Australia's financial system', <https://static.treasury.gov.au/uploads/sites/1/2019/02/FSRC-Government-Response-1.pdf>.

39 South Africa Financial Services Board, 'Retail Distribution Review 2014', <https://www.fsca.co.za/Regulatory%20Frameworks/Documents%20for%20Consultation/FSB%20Retail%20Distribution%20Review%202014.pdf>, p. 52.

40 South Africa Financial Sector Conduct Authority, 'Retail Distribution Review', <https://www.fsca.co.za/Regulatory%20Frameworks/Temp/RDR%20status%20update%20-%20Proposal%20TT%20-%20December%202018.pdf>

41 Securities and Exchange Board of India, 'Total Expense Ratio (TER) and Performance Disclosure for Mutual Funds', https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/oct-2018/total-expense-ratio-ter-and-performance-disclosure-for-mutual-funds_40766.html.
<https://www.livemint.com/Money/Q0QOWL8GkqIbBnCTSvq6RN/Sebi-plans-to-cap-mutual-fund-commissions-to- curb-missellin.html>.

investimento ai clienti solo con l'intenzione di guadagnare commissioni migliori, senza valutare realmente la propensione al rischio del cliente"⁴². In India, le società di fondi spesso pagano commissioni anticipate ai distributori a tassi fino al 6,5%, oltre alle commissioni di percorso che vengono pagate su base annuale ai distributori di fondi. In base alle nuove regole, i fondi comuni d'investimento non sono più autorizzati a pagare commissioni anticipate, tuttavia i fondi comuni d'investimento rimangono autorizzati a pagare "trail commissions" ai distributori di fondi. Sebi ha anche osservato che un'ampia differenza nelle commissioni ha portato a una concorrenza dannosa tra le società di gestione patrimoniale e ha attirato i distributori a vendere solo un certo numero di fondi comuni di investimento.

SVEZIA

Nel 2015 il governo svedese ha avviato un'indagine per valutare come la MiFID II debba essere incorporata nella legislazione svedese. Nel febbraio 2016, l'Autorità di vigilanza finanziaria svedese (Finansinspektionen) ha pubblicato un rapporto nell'ambito di questa indagine, raccomandando al governo svedese di imporre un divieto assoluto di pagare commissioni nel caso in cui venga erogata consulenza finanziaria. Nel suo rapporto, Finansinspektionen ha scritto che i consulenti e gli intermediari sono "fortemente incentivati a raccomandare prodotti che generano le commissioni più alte e non quelli che meglio si adattano alle esigenze del cliente". Finansinspektionen ha inoltre concluso nel suo rapporto che un divieto sulle commissioni porterebbe a "servizi di consulenza semplificati e ad un aumento della gamma di prodotti a basso costo" per i consumatori svedesi. Nel 2016, nonostante la raccomandazione di Finansinspektionen, il governo svedese ha scelto di non introdurre un divieto generale di commissioni di terzi per la consulenza finanziaria.

CANADA

Nel 2017, il Canadian Securities Administrators (CSA) ha pubblicato un documento di consultazione sul divieto delle commissioni incorporate, a causa delle preoccupazioni legate ai conflitti di interesse, alla limitazione della consapevolezza degli investitori in merito all'indennizzo dei rivenditori e alla distorsione degli incentivi per i rivenditori. La CSA ha sostenuto che le commissioni incorporate incentivano i rivenditori a raccomandare i fondi che compensano meglio se stessi, piuttosto che quelli che sono migliori per il cliente. La CSA ha citato la prova che le commissioni hanno portato a una sottoperformance dei fondi e a prezzi al retail più elevati per i fondi d'investimento "a causa della concorrenza tra i gestori di fondi d'investimento per offrire commissioni allettanti per garantire la distribuzione". Secondo il CSA, le commissioni dei fondi comuni d'investimento in Canada sono costantemente tra le più alte del mondo. A seguito delle pesanti pressioni esercitate dalle lobby del settore contro le proposte, il CSA ha scelto di non includere un divieto generale di pagamento delle commissioni. La CSA ha adottato dei divieti che vietano il pagamento di commissioni ai rivenditori che non effettuano una determinazione di idoneità, come le piattaforme di sola esecuzione.

42 LiveMint, 'Sebi plans to cap mutual fund commissions to curb mis-selling',

43 FT Adviser, 'Sweden to ban adviser commission in line with MiFID II',

<https://www.ftadviser.com/2015/02/05/ifa-industry/sweden-to-ban-adviser-commission-in-line-with-mifid-ii-OUKKUtcbAFM4HgZsJdsckN/article.html>

44 Finansinspektion, 'A necessary step for a better savings market',

https://www.fi.se/contentassets/2e823e1569864e69b8e9b052352cf2ed/battre_sparandemarknad_engny.pdf, p.3.

45 Swedish Ministry of Finance, 'Consumer protection in the field of financial advice should be strengthened',

<https://www.regeringen.se/pressmeddelanden/2016/05/konsumentskyddet-vid-finansiell-radgivning-ska-starkas/>.

46 CSA, 'Consultation on the option of discontinuing embedded commissions',

https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_sn_20170110_81-408_consultation-discontinuing-embedded-commissions.htm.

47 CSA, 'Status Report on Consultation on Embedded Commissions and Next Steps',

https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20180621_81-330-status-report.htm.



This publication is part of an activity which has received funding under an operating grant from the European Union's Consumer Programme (2014-2020).

The content of this publication represents the views of the author only and it is his/her sole responsibility; it cannot be considered to reflect the views of the European Commission and/or the Consumers, Health, Agriculture and Food Executive Agency or any other body of the European Union. The European Commission and the Agency do not accept any responsibility for use that may be made of the information it contains.