

## COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO E DEGLI INVESTITORI

### PARERE DEL COMI SULLA CONSULTAZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA SULLA VALUTAZIONE DI ADEGUATEZZA E APPROPRIATEZZA

La consultazione si inserisce nei lavori della Commissione europea relativi alla Strategia per gli investitori al dettaglio. La Commissione europea sta, infatti, valutando diverse ipotesi per migliorare la disciplina della valutazione di adeguatezza e di appropriatezza e, in tale ottica, si sta interrogando sui possibili benefici connessi ad una nuova ipotesi di valutazione di adeguatezza volta a supportare gli investitori al dettaglio nel raggiungimento dei propri obiettivi nel corso del tempo e nell'accesso al mercato dei capitali.

In particolare, il documento di consultazione ipotizza di:

- 1) adottare un questionario standard di profilatura della clientela;
- 2) superare le differenze tra i diversi servizi di investimento;
- 3) prevedere per tutti i clienti al dettaglio la fornitura di una strategia di allocazione ottimale degli investimenti (c.d. personalized asset allocation strategy), avente la finalità di guidare i clienti nelle proprie scelte di investimento;
- 4) prevedere la portabilità verso altri intermediari della valutazione del cliente, unitamente alla strategia di allocazione ottimale dei suoi investimenti, e/o la possibilità di rendere accessibili tali informazioni a più intermediari di cui eventualmente si avvalga il cliente.

In un quadro generale di trasformazione digitale del mercato finanziario, la priorità resta quella di favorire contemporaneamente gli interessi dell'investitore, lo sviluppo di un mercato dei capitali robusto e dinamico, una crescita economica sostenibile. Ne deriva che, la transizione della finanza tradizionale verso il FinTech vada accolta con favore, purché vengano presidiati i rischi per la tutela del risparmio e venga sempre rispettata la volontà del cliente di scegliere un "livello di servizio" coerente con le proprie aspettative e la propria cultura digitale. Lo sforzo dovrà esser quello di contemperare l'efficienza assicurata dalla standardizzazione e il valore aggiunto legato alla personalizzazione del servizio.

Si tratta, dunque, di prospettive evolutive ad elevato impatto, i cui contorni tuttavia non sono affatto chiari, poiché il documento di consultazione si limita a fornire pochi cenni nella parte introduttiva. Ciò premesso, non si concorda con le ipotesi prospettate dalla Commissione in considerazione del fatto che esse sembrano condurre ad un impianto normativo connotato da elevata rigidità e, dunque, implicare una riduzione degli spazi di discrezionalità degli intermediari, con l'effetto di svilire i modelli di servizio basati sulla consulenza, senza produrre un reale incremento della tutela degli investitori.

A ciò si aggiunga che la consultazione sembra orientata a un approccio "one-size-fits-all" che non tiene sufficiente conto delle specificità del settore assicurativo, sia avuto riguardo ai prodotti – per esempio, quelli di risparmio assicurativo garantito – sia con riferimento all'assetto regolamentare dell'IDD, che presenta alcune differenze rispetto alla MiFID.

In particolare

1)-l'idea di **un questionario di profilatura standard** mal si concilia con l'esigenza di assicurare che il relativo contenuto tenga conto delle esigenze dei diversi clienti (clientela mass market, clientela private, aziende con specifiche esigenze di hedging), dei diversi regimi d'investimento all'interno e tra gli Stati membri (per esempio le differenze nel trattamento fiscale), dell'articolazione dei servizi di consulenza prestatati nonché dell'effettivo catalogo dei prodotti offerti dal singolo intermediario. Essa sembra peraltro implicare anche una standardizzazione delle elaborazioni delle possibili combinazioni in termini di profili dei clienti, con la conseguenza di ingessare le procedure di valutazione di adeguatezza che riflettono il modello di servizio di ciascun intermediario.

Peraltro, la proposta della Commissione di prevedere tale questionario per la prestazione di tutti i servizi di investimento non risulta in linea né con la normativa (adeguatezza vs appropriatezza) né con le caratteristiche di ciascun servizio (servizi esecutivi, consulenza, gestione di portafogli) che - di norma - valorizzano in maniera differente le risposte acquisite mediante il questionario.

Non è chiaro, poi, come possa essere realizzato l'obiettivo di standardizzazione rispetto a regimi, quali quello del settore assicurativo, dove i prodotti possono essere caratterizzati da elementi peculiari come le coperture del rischio biometrico oppure la garanzia di un rendimento minimo o della restituzione del capitale investito, dove è previsto un ulteriore test sulle richieste ed esigenze del cliente nonché un regime di consulenza obbligatoria per determinati prodotti.

Inoltre, occorre considerare che in questi anni gli intermediari hanno fatto rilevanti investimenti per costruire un complesso e articolato sistema che integra il processo di profilazione della clientela con il catalogo prodotti (per gli aspetti di product governance) e i sistemi di portfolio selection/evaluation. È su tale processo di profilazione che si basa la specificità del modello di servizio di ciascun intermediario e sarebbe quindi assai difficile ipotizzare che l'assessment effettuato da un intermediario possa costituire il punto di partenza unico per tutti gli altri intermediari. Peraltro, non è da sottovalutare il rischio che l'intermediario assume nell'adozione tout court di un profilo predisposto da altri intermediari, posto che lo stesso resta comunque responsabile verso il cliente cui presta il servizio.

Lo stesso cliente retail potrebbe manifestare interesse per tipologie differenti di prodotti – anche caratterizzati da diversa rischiosità – e voler investire differenti porzioni di patrimonio a seconda del tipo di intermediario con cui si rapporta, tenuto anche conto che non è detto che tutti gli intermediari dispongano di tutti i prodotti che rispondono alle caratteristiche e alle esigenze del cliente.. Il profilo unico assegnato da un intermediario al cliente impedirebbe agli altri intermediari l'offerta di prodotti non in linea con tale profilo, penalizzando alla fine anche il cliente.

Un altro aspetto problematico sarebbe rappresentato dalla necessità di aggiornamento periodico del profilo unico: difficile ipotizzare a chi possa essere attribuita tale incombenza, se al primo intermediario che ha stilato il profilo, o ai successivi intermediari cui il cliente potrebbe rivolgersi e che – come sopra anticipato – potrebbero adottare al proprio interno criteri differenti di valutazione e avere quindi notevoli difficoltà nell'aggiornamento di un profilo costruito secondo parametri non necessariamente convergenti.

Per tutte le ragioni sopra esposte, rispetto alla valutazione di adeguatezza sulla prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli si è eventualmente favorevoli – al più - all'introduzione di una standardizzazione nell'ambito dei soli criteri e impostazione delle domande per la definizione del profilo del cliente per quanto concerne le informazioni relative alla conoscenza ed esperienza, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento. I criteri per la raccolta di queste informazioni possono essere standardizzati così da rendere maggiormente standardizzabili gli output della profilazione del cliente. Tuttavia, gli algoritmi sottostanti le domande del questionario così come le metriche e metodologie per il test di adeguatezza in relazione ai vari fattori di rischio (quantificazione e verifica di adeguatezza del rischio mercato, rischio di credito, rischio concentrazione etc...) si ritiene che, al contrario, debbano rimanere di competenza dei singoli intermediari, quindi non oggetto di standardizzazione. Tali metodologie e logiche di funzionamento sono una parte vitale ed essenziale degli attuali strumenti per la prestazione di vari servizi ad oggi in uso presso gli intermediari, tra l'altro con logiche e metodologie anche molto sofisticate ed evolute in relazione al mondo Private Banking ed ai vari modelli di servizio adottati (es robo-for-advisors oppure adeguatezza di portafoglio), sviluppati molto spesso con primarie software house. Conseguentemente, una loro standardizzazione non è né auspicabile ma nemmeno realisticamente attuabile.

2) l'idea di **superare le differenze tra i diversi servizi di investimento** non sembra in linea con le esigenze di una certa fascia di clienti al dettaglio, i quali desiderano poter operare con flessibilità e, dunque, senza i vincoli derivanti dalla valutazione di adeguatezza, in coerenza con l'elevata esperienza negli investimenti finanziari acquisita e con l'elevato ricorso al trading on line che, in tali casi, richiedono evidentemente discipline diverse.

Si ritiene utile attribuire valore all'attuale distinzione tra valutazione di adeguatezza e di appropriatezza, così come, nel settore assicurativo, alla valutazione preliminare delle richieste ed esigenze del cliente. Il test di adeguatezza dovrebbe continuare a riguardare solo i servizi di consulenza e di gestione di portafogli, mentre quello di appropriatezza i servizi esecutivi. Ne consegue che nell'ambito della valutazione di appropriatezza e ai fini della prestazione dei servizi esecutivi non dovrebbero essere considerati la situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento, la tolleranza al rischio e la capacità di sostenere le perdite, né dovrebbe essere elaborata e considerata alcuna strategia di asset allocation.

Si è quindi contrari alla creazione di un nuovo e unico assessment applicabile a tutti i servizi di investimento e a tutti i prodotti. Riteniamo, infatti, che nella prestazione dei servizi esecutivi, che dipendono dall'autonoma espressione di volontà del cliente, non si debba effettuare una valutazione di adeguatezza la quale, peraltro, a causa della sua natura bloccante, potrebbe compromettere la finalità dei servizi esecutivi, come nel caso del trading online, che è quella di consentire al cliente di muoversi con totale autonomia, se lo desidera, nella gestione di una porzione o dell'intero portafoglio di cui dispone, o il collocamento di prodotti di risparmio assicurativo garantito, che non prevedono l'obbligo di consulenza.

3) l'idea di **standardizzare le regole di sviluppo della strategia di asset allocation personalizzata**, rappresenta anch'essa una ulteriore forma di irrigidimento, che va nella direzione opposta rispetto ai modelli di servizio connessi alla consulenza in materia di investimenti, che già

oggi possono offrire forme di pianificazione ottimale degli investimenti, in coerenza con le specifiche esigenze dei clienti.

Riteniamo che la strategia di asset allocation, pur essendo un'espressione degli obiettivi di investimento del cliente, non possa essere standardizzata e nemmeno portabile, ma debba essere espressione delle competenze professionali e delle competenze specifiche e del livello di servizio di ciascun intermediario. Ogni intermediario, infatti, avvalendosi delle proprie strategie e metodologie di investimento e valutazione del rischio, nonché della propria specializzazione, rimane responsabile di definire, in ragione del profilo di rischio del cliente derivante dal questionario standardizzato per i servizi di consulenza e gestione e, più in particolare, dei suoi obiettivi di investimento, un asset allocation strategy personalizzata. Inoltre, non è detto che il processo di valutazione dell'adeguatezza debba essere limitato alla definizione di una strategia di asset allocation, potendo essere i clienti interessati anche ad altri elementi dell'offerta, come i prodotti di risparmio assicurativo garantito, rispetto ai quali gli attivi non sono direttamente attribuibili al singolo cliente, o come le coperture sul rischio biometrico.

I clienti ne sarebbero penalizzati poiché: a) vedrebbero delineata un'asset allocation standardizzata e difficilmente modificabile nel tempo, che tuttavia vincolerebbe gli investimenti successivi comprimendo la possibilità di adattarsi sia ai mutamenti della situazione del cliente, sia alla volontà dello stesso di compiere anche operazioni non incluse nel perimetro; b) sarebbero esposti al rischio di investimenti non sufficientemente compresi e ponderati circa le loro conseguenze; c) in definitiva, sarebbero proiettati verso una dimensione "automatizzata" con cui potrebbero non essere ancora confidenti e che comunque non appare da sola sufficiente a causa della complessità dei prodotti finanziari e delle insidie presenti nei mercati finanziari; d) non sarebbero più garantiti dagli effetti positivi della concorrenza sulla qualità del servizio prestato al singolo cliente, sulla base di un unitario e inscindibile processo di profilatura, pianificazione astratta del portafoglio e selezione dei singoli prodotti da includere nell'asset class finale; e) rischierebbero di non vedere valorizzati elementi distintivi dell'offerta, non necessariamente ad appannaggio di tutti i prodotti e di tutti gli intermediari.

Gli intermediari resterebbero anche penalizzati poiché: i) vedrebbero vanificati gli ingenti investimenti compiuti per adeguarsi ai requisiti normativi sin qui imposti con effetti positivi in termini di miglioramento della qualità del servizio prestato al cliente; ii) sarebbero indotti ad adottare un modello di business basato su processi esclusivamente automatizzati, nei quali la figura del consulente professionale che assiste personalmente il cliente nelle scelte di investimento perderebbe progressivamente di significato fino ad essere sostituita da una figura di assistente virtuale; iii) sarebbero disincentivati dall'investire in un'attività di profilatura e di pianificazione astratta di portafoglio che potrebbero poi essere utilizzate da altri intermediari nel mercato; iv) assisterebbero, in definitiva, al tramonto della consulenza intesa come processo complesso, con ripercussioni anche sulla gestione, in totale contrasto: 1) con l'impegno attuale a valorizzare la regola dell'adeguatezza anche per tenere conto delle preferenze ESG degli investitori e ad innalzare la qualità delle conoscenze e delle competenze del personale impiegato per fornire consulenza alla clientela, 2) con l'esigenza di veicolare correttamente il risparmio degli investitori verso le iniziative sostenibili ai fini della ripresa economica, 3) con la migliore integrità dei mercati finanziari, privati degli operatori più competenti e stabili;

4) la definizione di un profilo unico soggetto a portabilità penalizza fortemente la prestazione dei servizi di gestione e di consulenza, postulando una scissione fra il soggetto che individua il profilo del cliente e ne aiuta a progettare genericamente gli investimenti, da una parte, e il soggetto che potrà poi compiere le operazioni nell'ambito di tale progetto, dall'altra parte. Verrebbe così meno l'unitarietà dell'impianto procedurale ed intellettuale realizzato dagli intermediari che vede fra loro strettamente interconnessi e inscindibili la fase della profilatura del cliente, quella della pianificazione astratta del suo portafoglio e quella dell'individuazione dei singoli prodotti finanziari e assicurativi d'investimento da includere all'interno dell'asset class così costruita.

Inoltre, rappresenterebbe per gli intermediari anche un tema di natura commerciale: il patrimonio informativo sul cliente, ricostruito nel tempo anche sulla base della complessiva operatività dello stesso, diverrebbe patrimonio comune del mercato annullando ogni vantaggio competitivo, appiattendo la qualità dei servizi offerti e magari inducendo l'intermediario a delineare profili meno dettagliati/precisi.

La previsione della portabilità inoltre, non risolve, con riferimento al tema degli obiettivi di investimento e dell'asset allocation, il problema del cliente multibancarizzato, inteso come colui che abbia attivato più rapporti finanziari con intermediari diversi. Infatti, fatta salva la conoscenza della consistenza del patrimonio complessivo del cliente, non si vede come sia possibile comprendere, per un intermediario, se il cliente, prendendo in considerazione tutti i rapporti di investimento dallo stesso aperti, stia complessivamente perseguendo in modo effettivo e coerente i suoi obiettivi.

Bisognerebbe quindi introdurre quantomeno una informazione aggiuntiva riguardante quale parte di portafoglio, quali obiettivi di investimento e con quale asset strategy il cliente stia operando con il singolo intermediario.

Rispetto ai punti sub nn.1, 3 e 4 sopra descritti, la Commissione non considera i profili di responsabilità e in particolare il fatto che il gestore e il consulente verosimilmente continuerebbero a rispondere nei confronti del cliente, in base al loro status professionale, per l'operazione compiuta o raccomandata, senza poter essere esonerati da tale responsabilità a causa o di un'errata profilatura, oppure di un'errata asset allocation effettuata da altri, ma che essi avrebbero dovuto comunque verificare.

A nostro avviso sarebbe, invece, opportuno focalizzare i futuri interventi normativi:

- sulla revisione dei criteri di classificazione della clientela, che ove previsti appaiono troppo rigidi con la conseguenza di limitare ingiustificatamente l'accesso al mercato dei capitali da parte degli investitori al dettaglio con elevate conoscenze ed esperienze finanziarie ed elevata capacità finanziaria, e che andrebbero allineati nella normativa del settore assicurativo avuto riguardo alla distribuzione dei prodotti assicurativi di investimento;
- sul favorire una maggiore diffusione della valutazione di adeguatezza con approccio di portafoglio, eventualmente integrata con la fornitura del servizio di pianificazione ottimale degli investimenti, a condizione che sia salvaguardata adeguata autonomia degli intermediari nella definizione delle relative modalità di svolgimento e che tenga conto delle specificità dei prodotti che possono rientrare nell'ambito della valutazione.