

Consultazione Commissione europea sulla revisione del quadro normativo per le imprese di investimento e gli operatori di mercato Mifid II

DOMANDE GENERALI SUL FUNZIONAMENTO COMPLESSIVO DEL QUADRO NORMATIVO

Domanda 1. In che misura siete soddisfatti della vostra esperienza complessiva con l'implementazione del quadro MiFID II/MiFIR?

1 - Molto insoddisfatto

2 - Insoddisfatto

3 - Neutrale

4 - Soddisfatto

5 - Molto soddisfatto

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 1.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 1, specificando quali aree avrebbero bisogno di miglioramenti.

La Direttiva Mifid nel complesso ha certamente aumentato la protezione degli investitori, suo obiettivo principale. Le regole di condotta previste nella Direttiva si sono però spesso tradotte in un eccesso di adempimenti, controlli e oneri burocratici in capo agli intermediari e agli operatori e in documentazione eccessiva e disomogenea per gli investitori, anche per disposizioni non coerenti tra loro contenute in direttive/regolamenti affini (ad es. disciplina sui KID). Per poter rispettare gli adempimenti necessari e rispettare la disciplina stabilita dalla Mifid II l'industria ha sostenuto costi di implementazione che di fatto hanno inciso sul costo sostenuto dall'investitore finale, il soggetto che principalmente la Direttiva si propone di tutelare.

Dovrebbero pertanto essere riviste alcune disposizioni relative alle regole di condotta, all'informativa alla clientela e alla *product governance*, come meglio dettagliato nelle risposte alle domande successive.

Domanda 2. Specificate in che misura siete d'accordo con le dichiarazioni nella tabella seguente per quanto riguarda l'esperienza complessiva con l'implementazione del quadro MiFID II/MiFIR.

	1 In disaccordo	2 Non molto d'accordo	3 Neutrale	4 Abbastanza d'accordo	5 Completamente D'accordo	nd
L'intervento dell'UE ha avuto successo nel raggiungimento o nella progressione verso gli obiettivi MiFID II/MiFIR (mercati equi, trasparenti, efficienti e integrati)				X		
Costi e benefici di MiFID II/MiFIR sono bilanciati (in particolare per quanto riguarda l'onere normativo)		X				
Le diverse componenti del quadro operano bene insieme per raggiungere gli obiettivi di MiFID II/MiFIR		X				
Gli obiettivi di MiFID II/MiFIR corrispondono ai bisogni e ai problemi dei mercati finanziari europei				X		
La MiFID II/MiFIR hanno portato un valore aggiunto all'UE				X		

Domanda 2.1 Per favore fornite elementi validi per motivare le vostre risposte alla domanda 2

Come indicato nella risposta alla domanda 1, la Direttiva si è tradotta in un eccesso di adempimenti, controlli e oneri burocratici in capo agli intermediari e agli operatori e in documentazione eccessiva e disomogenea per gli investitori. Occorrerebbe inoltre tenere maggiormente in conto i temi della sostenibilità, che sono ancora marginali nella Direttiva Mifid.

Domanda 3. Notate degli ostacoli nell'effettiva implementazione della MiFID II/MiFIR derivanti dalla legislazione nazionale o dalle pratiche di mercato esistenti?

1 - Nessuno

2 - Non molti

3 - Neutrale

4 - Alcuni

5 - Molti

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 3.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 3

L'Italia è l'unico Stato membro dell'Unione europea a non contemplare la figura dell'agente collegato persona giuridica e, dunque, a non aver recepito integralmente l'istituto del tied agent MiFID. Nel nostro Paese l'unica figura professionale che corrisponde all'agente collegato MiFID è il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, il quale è esclusivamente persona fisica. Nella legislazione nazionale ci si trova pertanto di fronte all'assurdo normativo per cui nella normativa di riferimento ([Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - TUF](#)): da un lato si riproduce la definizione europea di agente collegato (art. 1, comma 5-septies.2) facendo riferimento sia alla persona fisica sia alla persona giuridica per consentire, come richiesto dalla MiFID, l'operatività cross border degli agenti collegati operanti in Italia per conto di intermediari di altri Stati membri UE ovvero all'estero per conto di intermediari italiani; dall'altro si riporta la definizione di consulente finanziario persona fisica abilitato all'offerta fuori sede (art. 1, comma 5-septies.3), con evidente discriminazione nei confronti degli omologhi europei.

Tale anomalia è suscettibile di precludere la parità di trattamento tra gli operatori nazionali e quelli degli altri Stati membri U.E. a svantaggio dei primi. Mentre gli agenti collegati "comunitari", in virtù del regime di libera prestazione dei servizi, possono infatti operare nel nostro Paese avvalendosi di ambedue le formule (sia la persona fisica che quella giuridica), analoga facoltà viene negata ai consulenti finanziari italiani che, al contrario dei loro omologhi europei, hanno a disposizione un'unica soluzione organizzativa (la persona fisica), con un'evidente situazione di disparità di regole del gioco.

Più in generale, tale anomalia si pone in contrasto con le libertà fondamentali del mercato interno sancite dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Altro elemento di ingiustificata disparità di trattamento emerge dal confronto con altre figure professionali del settore finanziario e di quello assicurativo. Un primo esempio riguarda i consulenti finanziari autonomi (art. 18-bis TUF, i quali sono soggetti autorizzati esclusivamente alla prestazione del servizio di consulenza), che possono svolgere la propria attività sia come persona fisica sia come persona giuridica nella formula della società di consulenza finanziaria. Altro esempio è riferito agli agenti assicurativi, i quali possono svolgere la loro attività sia come persona fisica, che giuridica; in questa attività è ricompreso il collocamento di servizi assicurativi a contenuto finanziario, come le polizze unit linked, index linked e altri prodotti di investimento, che hanno rappresentato negli ultimi tempi anche una quota rilevante della raccolta delle principali reti di consulenti finanziari abilitati. Quest'ultima esemplificazione è altresì da leggersi alla luce della convergenza tra il settore assicurativo e quello finanziario, soprattutto a seguito del recepimento della direttiva sulla distribuzione assicurativa

(direttiva UE 2016/97): risulta pertanto ancor più evidente l'anomalia a motivo della quale gli stessi prodotti possono essere distribuiti da soggetti che non hanno a disposizione le medesime formule organizzative.

Domanda 4. Ritenete che MiFID II/MiFIR abbiano favorito l'aumento della trasparenza pre e post-negoziazione per gli strumenti finanziari nell'UE?

1 - Per niente

2 - Non molto

3 - Neutrale

4 - Parzialmente

5 - Completamente

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 4.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 4

Mifid e Mifir hanno parzialmente contribuito ad aumentare la trasparenza pre e post negoziazione degli strumenti finanziari nell'UE. Non è infatti ancora stata raggiunta una completa standardizzazione e si rileva un eccesso di dati che, combinati tra loro, generano confusione anziché la chiarezza e trasparenza auspiccate.

Domanda 5. Ritenete che la MiFID II/MiFIR abbiano livellato il terreno di gioco tra diverse categorie di sedi di esecuzione come, in particolare, sedi di negoziazione e imprese di investimento che operano come internalizzatori sistematici?

1 - Per niente

2 - Non molto

3 - Neutrale

4 - Parzialmente

5 - Completamente

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 5.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 5

Gli internalizzatori sistematici operano in modo organizzato e sistematico ed eseguono gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. Esma ha redatto un elenco di tutti gli internalizzatori sistematici dell'Unione Europea e anche le Autorità di vigilanza nazionali hanno propri registri, il che consente quindi un buon livello di controllo su questi soggetti. Questi sistemi di negoziazione dovrebbero operare con la stessa metrica operativa delle altre sedi di negoziazione regolamentate, ma questo non sempre avviene. Occorre prestare particolare attenzione ai mercati over the counter caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati e la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. Occorre inoltre valutare attentamente il fenomeno delle offerte iniziali e degli scambi di crypto-attività, in connessione con la recente diffusione di operazioni cosiddette di Initial Coin Offerings (ICOs) e, quindi, di crypto-asset nei quali investono i risparmiatori. Esistono difficoltà interpretative considerando che non sono stati correttamente definiti, prodotti, strumenti, servizi e i dovuti controlli sulle piattaforme che avviano tali offerte.

Occorre inoltre considerare che i risparmiatori confondono ambiti operativi diversi ritenendoli succedanei. Gli investitori difficilmente riescono ad avere un quadro complessivo del panorama di trading frammentario. Se prima le negoziazioni erano per lo più concentrate su una borsa nazionale, in particolare sulle azioni, gli investitori possono ora scegliere tra più sedi di negoziazione concorrenti, il che si traduce in un panorama di negoziazione più frammentario, perciò più complesso.

Domanda 6. Avete identificato degli ostacoli che impedirebbero agli investitori di accedere alla più ampia gamma possibile di strumenti finanziari che possano soddisfare le loro esigenze di investimento?

1 - Nessuno

2 - Non molti

3 - Neutrale

4 - Alcuni

5 - Molti

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 6.1 Se ne avete identificati, diteci per favore quali sono

In generale, esistono una serie di casistiche di fatto bloccate da una normativa a volte troppo stretta e rigorosa, che non consente di effettuare determinate scelte di investimento, anche previa specifica richiesta del cliente. Ci sono degli investitori che in base al test di adeguatezza hanno competenza, disponibilità economica di un certo rilievo, ma non hanno un profilo di rischio idoneo ad effettuare determinati investimenti che vorrebbero invece effettuare. Si potrebbe pertanto prevedere la possibilità per tali soggetti, coadiuvati da un consulente finanziario, di superare in alcune circostanze tali limiti normativi, ad esempio prevedendo che una parte del portafoglio disponibile possa essere lasciata alla libera scelta di investimento del cliente, senza inficiare se non in minima parte il patrimonio totale. Dovrebbe cioè prevedersi una parte libera di portafoglio destinata a scelte libere del cliente. Sarebbe così attribuita al consulente la possibilità di negoziare alcuni fattori dell'investimento per adeguare correttamente le soluzioni a coloro che le richiedono. Un'altra casistica tipica è riferita a soggetti di giovane età che non hanno grandi disponibilità economiche o esperienza, ma prospettive di lungo termine. Sono soggetti per i quali tipicamente potrebbero essere utili strumenti finanziari con un lungo orizzonte temporale, principalmente azionari, ottimali per i loro obiettivi di vita. Tale tipologia di investimento è di fatto bloccata dalla Mifid.

La valutazione di adeguatezza attraverso il questionario di profilazione dell'investitore, per come realizzato in base alle disposizioni attuali, non consente di identificare in un solo profilo di rischio i diversi obiettivi del risparmiatore. Sarebbe invece opportuno prevedere che la profilazione della clientela possa essere differenziata in riferimento ai diversi obiettivi di investimento del singolo investitore rispetto al suo ciclo di vita. Riprendendo l'esempio di un soggetto di giovane età è plausibile che le sue esigenze di investimento nel breve termine, (es. acquisto di una casa), siano ben diverse da quelle di lungo periodo, (reddito sufficiente per il momento del pensionamento). Un unico profilo di rischio non consente queste differenziazioni.

Occorrerebbe pertanto prevedere una certa flessibilità nelle valutazioni di investimento, effettuate nell'ambito del servizio di consulenza, per evitare che i soggetti che avrebbero maggiori prospettive in un investimento di lungo termine ne restino esclusi. Si potrebbero prevedere a tutela dell'investitore appositi presidi di controllo per verificare che tali investimenti rispondano alle effettive esigenze dei clienti.

SEZIONE 2. DOMANDE SPECIFICHE SUL QUADRO NORMATIVO VIGENTE

Domanda 7. Quali sono secondo voi i motivi per cui un sistema consolidato non è ancora stato istituito?

	1 In disaccordo	2 Non molto d'accordo	3 Neutrale	4 Abbastanza d'accordo	5 Completamente D'accordo	nd
Assenza di incentivi finanziari per mandare avanti un sistema consolidato					X	
direttive regolamentari troppo rigide per poter fornire un sistema consolidato				X		
concorrenza da parte di entità non regolamentate come i fornitori di dati				X		

assenza di qualità sufficiente dei dati, in particolare per le transazioni otc e per quelle su internalizzatori sistematici				X		
Altro						

Specificate per favore quali sono le altre ragioni per cui non è stato istituito un sistema consolidato europeo

Non è stato istituito un sistema consolidato perché esistono diversi soggetti in concorrenza tra loro che consentono il funzionamento dei mercati e che non hanno finora favorito la creazione di un sistema consolidato. Rileva anche l'assenza di qualità sufficiente dei dati, in particolare per le transazioni nei mercati OTC e per gli internalizzatori sistematici.

La normalizzazione è a nostro giudizio difficile da conseguire. Nel futuro prossimo occorrerà anche valutare gli sviluppi su Euronext, principale mercato finanziario aggregato e borsa valori in Europa, a seguito della Brexit e il suo possibile impatto sul London Stock Exchange Group, suo principale competitor.

Domanda 8. Dovrebbe essere imposto un sistema consolidato UE con un nuovo quadro giuridico dedicato?

Sì riteniamo che tale sistema consolidato sia auspicabile, con un quadro giuridico *ad hoc*.

II. PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI

Domanda 31. Specificate in che misura vi trovate d'accordo con le dichiarazioni che seguono per quanto riguarda l'implementazione delle regole di protezione dell'investitore.

	1 In disaccordo	2 Non molto d'accordo	3 Neutrale	4 Abbastanza d'accordo	5 Completamente D'accordo	nd
L'intervento dell'UE ha avuto successo nel raggiungere o migliorare la protezione degli investitori				X		
I costi e i benefici MiFIDII/MiFIR sono bilanciati (in particolare per quanto riguarda gli obblighi regolamentari)	X					
Tutti i diversi elementi del quadro normativo funzionano bene insieme per ottenere una maggiore protezione degli investitori		X				
Maggiore protezione degli investitori corrisponde alle esigenze e ai problemi dei mercati finanziari UE.				X		
Le regole di protezione degli investitori in MiFID II/MiFIR hanno fornito un valore aggiunto all' UE			X			

Domanda 32. Quali requisiti MiFID II/MiFIR dovrebbero essere modificati per garantire che i prodotti di investimento semplici siano accessibili più facilmente ai clienti al dettaglio?

	si	no	Non so
Product governance	X		
Costi e oneri		X	
Regole di condotta	X		
Altro			

Domanda 32.1 Per favore motivate la vostra risposta alla domanda 32:

Non riteniamo che l'indicazione di costi e oneri sia un elemento dirimente e fondamentale nella valutazione di un prodotto. Il costo è uno dei diversi elementi di valutazione, ma occorre come prima cosa considerare la rispondenza del prodotto stesso alle reali esigenze dell'investitore. Occorre guardare la qualità di quanto viene offerto, piuttosto che il mero costo come unico parametro. Non è detto che un prodotto meno costoso sia quello più adatto e di maggiore qualità per il cliente. Non dimentichiamo che la Direttiva si basa sul principio "conosci il tuo cliente" e che allo scopo sono state previste numerose disposizioni della Direttiva volte a conoscere nel dettaglio obiettivi, esigenze, orizzonte temporale, tolleranza al rischio, capacità di sostenere le perdite della clientela. Tutte valutazioni che richiedono il supporto e la consulenza di un professionista, come il consulente finanziario. L'attenzione delle Autorità sembra vertere invece principalmente sull'importanza del costo del prodotto. Riteniamo inoltre che sia necessario riflettere attentamente sulla possibilità di favorire un accesso facilitato da parte della clientela retail a prodotti considerati semplici. Gli investitori potrebbero ritenere che un accesso facilitato a questi prodotti si traduca in prodotti privi di rischio e quindi sicuri. Riteniamo che sia fondamentale che la clientela retail venga sempre supportata nelle scelte da un consulente finanziario esperto.

Domanda 33. Ritenete che i requisiti MiFID II/MiFIR forniscano un'adeguata protezione per gli investitori al dettaglio in merito a prodotti complessi?

1. In disaccordo
 2. Non molto d'accordo
 3. neutrale
 4. Abbastanza d'accordo
 5. Completamente d'accordo
- nd

Domanda 33.1 Se la vostra risposta alla domanda 33 è negativa, per favore indicate nella casella di testo quali modifiche vorreste fossero introdotte per garantire che gli investitori al dettaglio ricevano una protezione adeguata al momento dell'acquisto di prodotti considerati complessi ai sensi della MiFID II/MiFIR:

Riteniamo che dovrebbero essere previsti criteri più stringenti sia nella fase di profilazione del cliente, sia nella documentazione informativa, con alert specifici, anche a colori e di facile comprensibilità per la clientela, che mettano ben in evidenza caratteristiche e rischi di tale tipologia di prodotti. Dovrebbero essere previste una profilazione specifica più dettagliata e la richiesta di una doppia firma da parte della clientela nella contrattualistica di riferimento e nel questionario di valutazione di adeguatezza in caso di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli che attestino l'avvenuta comprensione da parte del cliente delle caratteristiche del prodotto offerto.

➤ IMPORTANZA E ACCESSIBILITA' DI INFORMAZIONI ADEGUATE

Ci si interroga sull'utilità dei documenti informativi ricevuti da clienti professionali e dalle controparti qualificate ("ECP") prima di effettuare una transazione ("informativa sui costi ex ante"). Attualmente, le informazioni sui costi ex ante sui servizi di esecuzione si applicano nello stesso modo per i clienti al dettaglio, clienti professionali e controparti qualificate. Una vasta gamma di parti interessate considerano determinati requisiti in materia di informazione un mero onere amministrativo in quanto dichiarano di essere a conoscenza delle condizioni di mercato e dei prezzi attuali.

Domanda 34. A tutti i clienti, vale a dire clienti al dettaglio, clienti professionali di diritto e su richiesta e controparti qualificate, dovrebbe essere data unilateralmente la possibilità di rinunciare agli obblighi di informazione sui costi ex ante e, in caso affermativo, a quali condizioni?

	si	no	Non so
I clienti professionali e gli ECP dovrebbero essere esentati senza condizioni specifiche		x	
Solo gli ECP dovrebbero poter rinunciare unilateralmente.		x	
I clienti professionali e gli ECP dovrebbero essere in grado di rinunciare a determinate condizioni		x	
altro			

Specificate qual è la vostra opinione sul fatto che tutti i clienti, vale a dire al dettaglio, clienti professionali di per sé e su richiesta e ECP possano essere autorizzati a rinunciare unilateralmente agli obblighi di informazione sui costi ex ante.

Riteniamo che, per garantire la massima protezione di tutti gli investitori, nessuna tipologia di cliente possa rinunciare agli obblighi di informazione sui costi ex ante.

➤ INFORMAZIONI SU CARTA

MiFID II/MiFIR richiedono che tutte le informazioni siano fornite su un "supporto durevole", che include formati elettronici (ad es. e-mail), ma anche informazioni su supporto cartaceo.

Domanda 35. Sareste d'accordo sull'eliminazione delle informazioni cartacee?

1. In disaccordo
 2. Non molto d'accordo
 3. neutrale
 - 4. Abbastanza d'accordo**
 5. Completamente d'accordo
- nd

Domanda 35.1 Per favore motivate la vostra risposta alla domanda 35:

La diffusione dell'utilizzo di formati elettronici, della firma digitale, della posta certificata e di sistemi di identificazione della clientela deve sicuramente essere incoraggiata perché facilita e semplifica lo scambio delle informazioni. Occorre tuttavia considerare che non in tutte le zone è presente la necessaria copertura della rete che consenta lo scambio costante delle informazioni in via telematica e che alcuni cittadini potrebbero non avere ancora familiarità con l'uso della tecnologia.

Riteniamo quindi che debba prevedersi di default l'utilizzo di supporti telematici per l'informativa alla clientela, lasciando al cliente la possibilità, solo su richiesta, di accedere alle informazioni su formato cartaceo.

Come rappresentato alle Autorità europee in precedenti consultazioni il KID potrebbe essere considerato, una volta completata la procedura di revisione e la sua estensione alle diverse tipologie di prodotti finanziari, lo strumento più adeguato per fornire le informazioni al cliente. Potrebbe essere aggiornato all'inizio di ogni anno con tutte le informazioni pertinenti (ad esempio con i TER riferiti ai singoli strumenti collocati) e reso disponibile on line per la clientela, divenendo così una fonte univoca e uniforme delle informazioni, anche sui costi, evitando così rendicontazioni approssimative.

Domanda 36. Come potrebbe essere implementata l'eliminazione graduale delle informazioni su supporto cartaceo?

	Si	No	Non so
Ritiro progressivo generale nei prossimi 5 anni		X	
Ritiro progressivo generale entro i prossimi 10 anni		X	
Per i clienti al dettaglio, è richiesto un <i>opt-out</i> esplicito del cliente		X	
Per i clienti al dettaglio, una eliminazione graduale si applica solo nel caso in cui non richiedano espressamente informazioni su supporto cartaceo	X		
altro			

Domanda 36.1 Spiegate la vostra risposta alla domanda 36 e indicate la tempistica per tale graduale eliminazione, i risparmi sui costi potenzialmente generati all'interno della tua società e quali altre condizioni operative dovrebbero essere previste:

L'utilizzo della tecnologia sicuramente porterà ad una significativa riduzione dei costi, sia di stampa che di spedizione delle informazioni. Come detto nella risposta precedente l'utilizzo di supporti durevoli informatici deve diventare l'opzione di default, riducendo gradualmente l'utilizzo della carta.

➤ **COMPARABILITA' DELLE INFORMAZIONI**

Alcuni investitori al dettaglio lamentano la mancanza di comparabilità delle informazioni sui costi e l'assenza di una banca dati a livello UE per ottenere informazioni sui prodotti di investimento esistenti.

Domanda 37. Supportereste lo sviluppo di una banca dati a livello UE (ad esempio gestita da ESMA) che consenta il confronto tra diversi tipi di prodotti di investimento accessibili in tutta l'UE?

1. In disaccordo
 2. Non molto d'accordo
 3. neutrale
 4. Abbastanza d'accordo
 5. Completamente d'accordo
- nd

Domanda 37.1 Motivate la vostra risposta alla domanda 37:

La trasparenza e la chiarezza delle informazioni sono due dei parametri di riferimento della Direttiva MiFID. Creare un database con informazioni su tutti i prodotti di investimento può sembrare un'ottima soluzione per facilitare la comparabilità dei prodotti da parte degli investitori retail. Tuttavia, se tale confronto avviene solo o principalmente sul costo del prodotto senza tenere in considerazione altri elementi essenziali imprescindibili nella scelta del giusto prodotto in cui investire (finalità dell'investimento, le esigenze che spingono ad effettuare un investimento, i rischi, l'orizzonte temporale, le caratteristiche specifiche del prodotto) allora l'informazione così rappresentata sarebbe fuorviante.

Creare un database di prodotti crea il rischio che tale banca dati divenga una sorta di "mercato di prodotti" ma, come emerge dalle numerose rilevazioni sui livelli di educazione finanziaria dei cittadini europei, gli investitori spesso non hanno conoscenze e competenze sufficienti per valutarne le caratteristiche in autonomia, senza il supporto di un professionista esperto che possa consigliarli e aiutarli a comprendere tutti gli elementi essenziali di ciascun prodotto. Il rischio è che l'investitore effettui scelte di investimento fai da te, non in linea con le sue reali esigenze ed obiettivi.

Domanda 39. Concordate sul fatto che l'ESMA sia nella posizione migliore per sviluppare tale database?**1. In disaccordo**

2. Non molto d'accordo

3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo

5. Completamente d'accordo

nd

Domanda 39.1 Motivate la vostra risposta alla domanda 39:

Come indicato nella risposta precedente, riteniamo utopistica la creazione di tale database, oltre che pericolosa per la clientela che potrebbe scegliere di puntare sul fai da te.

➤ PROFILAZIONE E CLASSIFICAZIONE DEL CLIENTE**Domanda 40. Ritenete che MiFID II/MiFIR siano eccessivamente protettivi per clienti al dettaglio che hanno sufficiente esperienza con i mercati finanziari e che potrebbero trovarsi vincolati dalle regole esistenti di classificazione dei clienti?**

1. In disaccordo

2. Non molto d'accordo

3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo

5. Completamente d'accordo

6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 40.1 Motivate la vostra risposta alla domanda 40:

In generale, e non solo per i clienti al dettaglio "facoltosi", esistono una serie di casistiche di fatto bloccate da una normativa a volte troppo stretta e rigorosa, che non consente di effettuare determinate scelte di investimento, anche previa specifica richiesta del cliente. Ci sono degli investitori che in base al test di adeguatezza hanno competenza, disponibilità economica di un certo rilievo, ma non hanno un profilo di rischio idoneo ad effettuare determinati investimenti che vorrebbero invece effettuare. Si potrebbe pertanto prevedere la possibilità per tali soggetti, coadiuvati da un consulente finanziario, di superare in alcune circostanze tali limiti normativi, ad esempio prevedendo che una parte del portafoglio disponibile possa essere lasciata alla libera scelta di investimento del cliente, senza inficiare se non in minima parte il patrimonio totale. Dovrebbe cioè prevedersi una parte libera di portafoglio destinata a scelte libere del cliente. Sarebbe così attribuita al consulente la possibilità di calibrare alcuni fattori dell'investimento per adeguare correttamente le soluzioni a coloro che le richiedono.

Un'altra casistica tipica è riferita a soggetti di giovane età che non hanno grandi disponibilità economiche o esperienza, ma prospettive di lungo termine. Sono soggetti per i quali tipicamente potrebbero essere utili strumenti finanziari con un lungo orizzonte temporale, principalmente azionari, ottimali per i loro obiettivi di vita. Tale tipologia di investimento è di fatto bloccata dalla Mifid.

La valutazione di adeguatezza attraverso il questionario di profilazione dell'investitore, per come realizzato in base alle disposizioni attuali, non consente di identificare in un solo profilo di rischio i diversi obiettivi del risparmiatore. Sarebbe invece opportuno prevedere che la profilazione della clientela possa essere differenziata in riferimento ai diversi obiettivi di investimento del singolo investitore rispetto al suo ciclo di vita. Riprendendo l'esempio di un soggetto di giovane età è plausibile che le sue esigenze di investimento nel breve termine, (es. acquisto di una casa), siano ben diverse da quelle di lungo periodo, (reddito sufficiente per il momento del pensionamento). Un unico profilo di rischio non consente queste differenziazioni.

Occorrerebbe pertanto prevedere una certa flessibilità nelle valutazioni di investimento, effettuate nell'ambito del servizio di consulenza, per evitare che i soggetti che avrebbero maggiori prospettive in un investimento di lungo termine ne restino esclusi.

Si potrebbero prevedere a tutela dell'investitore appositi presidi per verificare che gli investimenti al di fuori del profilo di rischio siano giustificati dalla coerenza e correttezza degli obiettivi da perseguire.

Domanda 42. Vedete dei benefici nella creazione di una nuova categoria di clienti semi-professionali che sarebbero soggetti a regole più leggere?

1. In disaccordo
- 2. Non molto d'accordo**
3. neutrale
4. Abbastanza d'accordo
5. Completamente d'accordo
6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 42.1 Motivate la vostra risposta alla domanda 42:

Un cliente al dettaglio con esperienza può già richiedere di essere trattato come un cliente professionale e rinunciare ad alcune delle tutele offerte dalla MiFID II (es. informativa su costi e oneri). Pertanto MiFID II fornisce già un meccanismo che consente ai clienti al dettaglio con esperienza, su loro richiesta e se soddisfano determinate condizioni, di passare a una categoria di clienti meno protetta.

ESMA nel Report Finale "ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II" si occupa del tema e afferma di: *"non ritenere necessaria o auspicabile la creazione di una nuova sottocategoria di clienti al dettaglio, poiché ciò complicherebbe ulteriormente l'attuale regime. Inoltre, se fosse introdotta una nuova categoria di clienti, che comprende solo i clienti al dettaglio più esperti o sofisticati, la MiFID II dovrebbe anche specificare quale delle sue regole di condotta si applicherebbero."* ANASF si trova d'accordo con quanto affermato dall'Autorità europea, ovvero la non necessità di complicare l'attuale segmentazione della clientela inserendo un'ulteriore categoria di clientela, considerando che la possibilità per i clienti retail di essere trattati come clienti professionali è già prevista.

➤ **SUPERVISIONE, GOVERNANCE E INCENTIVI**

Domanda 46. Ritenete che i requisiti di governance del prodotto impediscano ai clienti al dettaglio di accedere a prodotti che sarebbero in linea di principio appropriati o adeguati per loro?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo
3. neutrale
4. Abbastanza d'accordo
- 5. Completamente d'accordo**
6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 46.1 Motivate la risposta alla domanda 46:

Gli emittenti spesso non forniscono ai distributori le informazioni puntuali sui prodotti ed è pertanto impossibile per i distributori collocare questi prodotti. Se l'emittente non fornisce tali informazioni, è corretto a nostro giudizio che il prodotto non venga distribuito per tutelare il cliente finale, ma anche il distributore. I requisiti di product governance sono standardizzati e gli obblighi di comunicazione devono essere osservati da tutti i players del mercato.

Domanda 47. Le regole di governance del prodotto ai sensi della MiFID II/ MiFIR dovrebbero essere semplificate?

	si	no	Non so
Dovrebbero applicarsi solo ai prodotti a cui i clienti al dettaglio possono avere accesso (ovvero non per i titoli non azionari che sono ammissibili solo per investitori qualificati o che hanno una denominazione minima di EUR 100.000).		x	
Dovrebbero applicarsi solo a prodotti complessi.		x	
Altre modifiche dovrebbero essere previste - specificare di seguito.		x	
Semplificazione significa che le regole di governance del prodotto MiFID II / MiFIR dovrebbero essere estese ad altri prodotti	x		
Complessivamente le misure sono opportunamente calibrate, i problemi principali risiedono nell'attuazione effettiva.	x		
Il regime è adeguatamente calibrato e nel complesso, correttamente applicato.		x	

Domanda 47.1 Motivate la risposta alla domanda 47:

Sì, si veda risposta alla domanda 40.

Domanda 48. A vostro avviso, un'impresa di investimento dovrebbe continuare ad essere autorizzata a vendere un prodotto a un mercato target negativo se il cliente insiste?

sì

Sì, ma in tal caso l'impresa dovrebbe fornire una spiegazione scritta che il cliente era debitamente informato, ma desiderava comunque acquisire il prodotto.

No

Non so / nessuna opinione / non pertinente

Domanda 48.1 Motivate la risposta alla domanda 48:

Sì riteniamo che debba essere consentita la possibilità di autorizzare, previa specifica valutazione da parte di un consulente finanziario nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza, il collocamento di un prodotto al di fuori del mercato target, purché tale scelta sia funzionale all'ottimizzazione del portafoglio del cliente. Tale possibilità non deve però essere attribuita al cliente, ma solo al consulente finanziario, in grado di valutare come tale opzione sia necessaria a rendere il portafoglio più efficiente. Lasciare scelta libera all'investitore retail potrebbe invece essere rischioso. Il cliente deve ovviamente esserne debitamente informato e deve essere d'accordo con tale scelta.

➤ **INCENTIVI**

Domanda 49. Ritenete che le attuali norme sugli incentivi siano adeguatamente calibrate per garantire che le imprese di investimento agiscano nel migliore interesse dei loro clienti?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo

3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo

5. Completamente d'accordo

6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Incentivi di prodotto ridotti.

Domanda 49.1 Motivate la risposta alla domanda 49:

Sì, riteniamo che la disciplina degli inducement, correttamente applicata con i dovuti presidi di tutela dell'investitore, favorisca la prestazione di servizi di qualità al cliente. Gli incentivi consentono infatti l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati al cliente, in architettura aperta, il monitoraggio nel tempo, almeno su base annuale, del persistere dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito e la ricezione di servizi di alta qualità come la consulenza sull'asset allocation ottimale. Riteniamo efficaci e sufficienti le disposizioni Mifid in tema di informativa ex ante ed ex post e di gestione dei conflitti di interesse a garantire la protezione dell'investitore.

Domanda 50. Ritenete meritevole stabilire un divieto assoluto agli incentivi per migliorare l'accesso alla consulenza indipendente in materia di investimenti?

1. In disaccordo

2. Non molto d'accordo

3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo

5. Completamente d'accordo

6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 50.1 Motivate la risposta alla domanda 50:

Si rileva come, in Paesi come l'Italia, dove il mercato si è nel tempo particolarmente sviluppato, la consulenza su base indipendente, con meno dell'1% di incidenza, non abbia decisamente preso piede.

Da una analisi approfondita, pensiamo ciò sia dovuto a 4 motivi, estendibili con le giuste proporzioni ad altri casi nella Unione Europea:

1. il modello distributivo esistente imploderebbe se l'obbligo della consulenza su base indipendente venisse effettivamente applicato all'intero mercato
2. i tied agent, nel frattempo, hanno dimostrato di possedere adeguati contenuti professionali migliorativi nell'assistere i clienti anche nell'ambito della consulenza su base non indipendente
3. c'è una forte difficoltà/immaturità da parte del pubblico nel riuscire ad accettare la remunerazione "a parcella"
4. il fatto che, anche nel caso di prestazione di consulenza su base indipendente, la stessa diventi un mero costo aggiuntivo relativamente al costo implicito dei prodotti finanziari presenti sul mercato, identici o simili nei vari Paesi.

ANASF è quindi giunta alla considerazione che l'imposizione del singolo modello di consulenza (su base indipendente), pur in linea di principio comprensibile, avrebbe, come prima conseguenza, la disgregazione di modelli di business consolidati, con immediato danno all'intero sistema di mercato.

Nel Report Finale dell'Esma "ESMA's Technical Advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II" l'Autorità affronta l'ipotesi di introdurre il divieto di incentivi. Esma evidenzia che: *"se dovesse essere introdotto un divieto di incentivazione a livello di Unione, l'impatto probabilmente varierebbe tra gli Stati membri in base alla prevalenza dei modelli di distribuzione esistenti. Questo perché un tale divieto potrebbe non avere le conseguenze desiderate a seconda della struttura dei mercati nazionali specifici. Nel caso degli Stati membri con modelli di distribuzione*

incentrati sulle banche, esiste il rischio che, a causa della perdita di incentivi alla vendita di prodotti di terzi, le banche possano reagire aumentando i modelli ad architettura chiusa. I divieti di incentivazione potrebbero essere "elusi" dalle imprese attraverso "pratiche di integrazione verticale" tra banche e gestori patrimoniali e solo i prodotti del gruppo potrebbero essere offerti ai clienti finali. Nel breve termine, le banche potrebbero decidere di non offrire servizi di consulenza ai clienti al dettaglio e di reindirizzarli a servizi di sola esecuzione."

ESMA raccomanda alla Commissione di non vietare completamente gli incentivi per tutti i prodotti al dettaglio in tutta l'Unione e ritiene che la Commissione dovrebbe prima valutare l'impatto che il regime degli incentivi MiFID II ha avuto sulla distribuzione di prodotti di investimento in tutta l'UE, l'impatto di tale divieto a seconda dei diversi modelli di distribuzione esistenti e quali potenziali ulteriori azioni potrebbero essere intraprese. Esma rileva inoltre che *"vietare gli incentivi per i prodotti MiFID può creare condizioni di disparità con altri tipi di prodotti (ad esempio prodotti assicurativi) e gli incentivi dovrebbero quindi essere considerati in modo più globale e non solo nell'ambito della MiFID II."*

Nel medesimo Report si evidenzia che gli investitori non sono pronti e disposti a pagare per la consulenza, anche per la consulenza indipendente. Per questo motivo, anche nelle giurisdizioni in cui sono state introdotte norme simili al regime di incentivi MiFID II (ad esempio, la Germania), la prestazione di consulenza indipendente in materia di investimenti non è stata in grado di affermarsi in modo significativo.

Per cercare una soluzione a questa crisi potenziale, ANASF ha identificato una sorta di "terza via": che gli inducements vengano sostituiti, in una sorta di best practice (eventualmente inseribile in un considerando), da una commissione di consulenza (un ibrido tra inducements e parcella) suddivisa in 5 livelli, corrispondenti ai 5 livelli di profilazione del rischio definiti dalla Direttiva e concordati con il cittadino-investitore, che consentirebbe di risolvere i seguenti temi a livello di distribuzione sul mercato:

1. possibili conflitti d'interesse verso i costi applicati e obiettività delle soluzioni suggerite
2. effettivo contenimento dei costi complessivi, anziché loro moltiplicazione: distributori e professionisti sarebbero remunerati da tale specifica commissione (mantenendo modelli distributivi più efficienti e già sperimentati, prevedendo che gli inducements precedentemente dedicati alla remunerazione nella consulenza su base non indipendente vengano retrocessi ai risparmiatori e reimmessi nei loro investimenti. Ciò indurrebbe gradualmente i produttori ad abbattere effettivamente i costi nominali dei prodotti finanziari nella parte sostituita, evitando quindi la citata procedura di retrocessione.

CONOSCENZE E COMPETENZE

Per quanto riguarda i criteri per la valutazione delle conoscenze e delle competenze richieste dall'articolo 25, paragrafo 1, della MiFID II, ESMA ha stabilito standard minimi che promuovono una maggiore convergenza nelle linee guida del personale relative a conoscenze e competenze per la prestazione della consulenza in materia di investimenti o per fornire informazioni su strumenti e servizi finanziari. Tuttavia, a causa dei sistemi educativi e professionali nazionali diversificati, ci sono ancora opzioni/modalità differenti su come testare le conoscenze e competenze necessarie in tutti gli Stati membri.

Domanda 51. Ritenete meritevole istituire un requisito di certificazione per il personale che fornisce consulenza sugli investimenti e altre informazioni pertinenti?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo
3. neutrale
- 4. Abbastanza d'accordo**
5. Completamente d'accordo
6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 51.1 Spiegate la risposta alla domanda 51:

Sì riteniamo che sia opportuno definire standard di competenza e conoscenza univoci in tutta l'Unione Europea per la prestazione della consulenza in materia di investimenti o per fornire informazioni su strumenti e servizi finanziari di tutti gli operatori del settore.

In Italia i consulenti finanziari per iscriversi all'Albo e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti devono sostenere un esame conforme alla disciplina Mifid in materia di conoscenze e competenze.

Potrebbe comunque essere opportuno prevedere un sistema di accreditamento delle conoscenze e competenze acquisite riconosciuto a livello europeo che venga validato anche grazie ad una certificazione. Tale sistema dovrebbe definire criteri e standard che garantiscano la transnazionalità dello svolgimento della professione fissando in maniera continuativa nel tempo standard pertinenti e di elevata qualità per i programmi didattici, gli esami e l'etica nel settore del financial advising in tutta Europa.

Al riguardo, si segnala l'esempio rappresentato da EFPA Europe (European Financial Planner Association), con affiliati attualmente rappresentanti 12 nazioni, realtà che vanta anni di esperienza nella definizione di principi, programmi formativi e linee guida di valutazione per la costruzione di un profilo professionale di riferimento a livello europeo nella pianificazione finanziaria. È un'Organizzazione non governativa (ONG) europea ed è un autorevole organismo preposto alla definizione di standard professionali e alla certificazione per i Financial Advisors e Financial Planners in Europa. EFPA è riconosciuta come realtà europea indipendente, obiettiva e trasparente nel campo dei servizi finanziari per l'organizzazione di esami, soggetti a verifica esterna e accreditati dallo Standards and Qualifications Committee (SQC), destinati ai Financial Advisors e Financial Planners.

Domanda 52. Ritenete meritevole istituire un quadro a livello dell'UE per tale certificazione basata su un esame?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo
3. neutrale
- 4. Abbastanza d'accordo**
5. Completamente d'accordo
6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 52.1 Spiegate la risposta alla domanda 52:

Sì concordiamo su tale obiettivo. Riteniamo che l'attività del consulente finanziario italiano, vista la sua ampiezza dal punto di vista professionale, possa costituire un esempio da seguire per tutta l'Unione.

L'iscrizione all'Albo dei consulenti finanziari tenuto dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, cui si accede solo dopo il superamento di una rigorosa prova valutativa (o di diritto per competenze acquisite tramite l'esperienza nella prestazione dei servizi di investimento), consente al consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede italiano di prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti e fornire ai clienti informazioni riguardanti strumenti finanziari, servizi di investimento o servizi accessori, rispondendo pienamente alle regole Mifid in materia di conoscenza e competenza. La certificazione proposta potrebbe pertanto essere considerata un elemento qualificante ed opzionale, una scelta individuale del singolo professionista.

5. COMUNICAZIONE A DISTANZA

Domanda 53. Per ridurre i ritardi nell'esecuzione, può prevedersi che in caso di comunicazione a distanza (in particolare al telefono) le informazioni sul costo possano essere fornite dopo l'esecuzione della transazione?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo
3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo

5. Completamente d'accordo
6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 53.1 Motivate la risposta alla domanda 53:

Esma si è già pronunciata sul tema nelle "Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics" specificando che le informazioni possano essere fornite per telefono nel momento in cui l'ordine viene eseguito e poi fornite in forma scritta subito dopo l'esecuzione della transazione.

Si tratta comunque di una pratica desueta nella prassi, gli ordini vengono eseguiti in forma telematica con supporti idonei.

Domanda 54. Registrazione e tenuta dei registri sono strumenti necessari per ridurre il rischio di vendita errata di prodotti al telefono?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo

3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo
5. Completamente d'accordo
6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

6. REPORTING SULLA MIGLIORE ESECUZIONE

Domanda 55. Ritenete che i rapporti sulla migliore esecuzione siano sufficientemente di buona qualità per fornire agli investitori informazioni utili sulla qualità dell'esecuzione delle loro transazioni?

1. In disaccordo
2. Non molto d'accordo
3. neutrale

4. Abbastanza d'accordo

5. Completamente d'accordo

6. Non so, nessuna opinione, non rilevante

Domanda 55.1 Motivate la risposta alla domanda 55:

Sì, riteniamo che le previsioni attuali siano molto stringenti e tutelanti per gli investitori. Il regime Mifid include infatti obblighi chiari di reportistica relativi alla qualità dell'esecuzione delle transazioni, dettagliati nel contenuto, nella forma e nella periodicità.

DIGITALIZZAZIONE E NUOVE TECNOLOGIE

Domanda 86. Dove vedete i principali sviluppi nel vostro settore: l'uso di nuove tecnologie per fornire servizi, l'emergere di nuovi modelli di business, l'erogazione di servizi più decentralizzati nella catena di valore che prevedono più cooperazione tra entità regolamentate tradizionali e nuovi partecipanti o altro?

Per favore motivate la vostra risposta:

La disponibilità di nuove tecnologie dovrebbe fungere da supporto per la semplificazione burocratica e per favorire l'accesso ai dati, aumentando così la qualità della prestazione dei servizi forniti. La tecnologia infatti, è comunque sempre integrata dalla relazione con la persona fisica, facilita lo svolgimento del lavoro, consente il risparmio di tempo, semplifica l'adempimento dei vari oneri burocratici, consente l'accesso ad un vasto volume di dati e aumenta nel complesso la qualità della prestazione dei servizi forniti.

Occorre poi porre attenzione alla spersonalizzazione del servizio e del rapporto tra professionisti e clientela. La spersonalizzazione è un rischio importante, aumenta infatti la possibilità che il cliente con bassa esperienza e competenza compia scelte di investimento avventate attraverso sistemi automatici di autoprofilazione.

L'avvento di nuove tecnologie ha certamente favorito lo sviluppo di nuovi modelli di business, su cui occorre riporre particolare attenzione per non stravolgere quelli che sono gli obiettivi di tutto l'insieme normativo messo a punto in questi anni. Oggi l'operatività è centralizzata, la tecnologia può consentire un'operatività immediata e quindi decentralizzata. Questo presuppone però valutazioni puntuali in termini di costi, intesi come tempo, impieghi e supporti tecnologici. In tutti i passaggi della catena del valore deve essere chiara la responsabilità dei soggetti che intervengono, gli oneri che derivano da questa responsabilità e le basi remunerative che vanno a coprire questi oneri.

Domanda 87. Ritenete che ci siano particolari elementi nel quadro vigente che sono in disaccordo coi principi della neutralità tecnologica e che andrebbero affrontati?

Come indicato in una precedente risposta, le informazioni al cliente dovranno essere previste di default in formato elettronico e solo su richiesta in formato cartaceo.

La tecnologia può aiutare nella semplificazione dei processi che spesso si traducono principalmente in oneri burocratici. I soggetti sono disponibili ad allentare la propria tutela pur di semplificare gli adempimenti cui sono soggetti. Occorre quindi trovare il giusto bilanciamento tra tutela necessaria e la semplificazione degli oneri e degli adempimenti da rispettare, evitando che le regole vengano aggirate proprio grazie al progresso tecnologico.

Domanda 88. Dove pensate che la digitalizzazione e le nuove tecnologie apporterebbero maggiori benefici nel ciclo di vita del trading (che vanno dall'emissione al secondary trading)?**Per favore motivate la vostra risposta:**

La digitalizzazione del trading riguarda principalmente l'execution only, al di fuori quindi del perimetro della consulenza. È evidente inoltre che in tutti i processi decisionali di gestione in capo ai produttori la digitalizzazione può avere un ruolo significativo, ad esempio nella ricerca della costruzione del portafoglio, e può rendere più veloce il processo decisionale perché la quantità di dati disponibili processabili è indubbiamente più elevata.

Domanda 89. Ritenete che la digitalizzazione e le nuove tecnologie avranno un impatto significativo sul ruolo delle sedi di negoziazione dell'UE in futuro (tra 5/10 anni)?

1 - Per niente

2 - Non molto

3 - Neutrale

4 - Parzialmente

5 - Completamente

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 89.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 89

Le nuove tecnologie avranno un impatto sul ruolo delle sedi di esecuzione, la dematerializzazione dei titoli è stata già effettuata. Il punto di arrivo, al momento ancora utopico, dovrebbe essere la creazione di un'unica sede di esecuzione, ma vi sono elementi oggettivi che rendono impossibile tale soluzione. Esistono regimi fiscali divergenti tra stati che rendono impossibile di fatto una perfetta unione e armonizzazione delle legislazioni dei mercati e delle imprese, l'unione dei capitali. Esistono inoltre anche gli OCT nel quale vengono negoziati titoli non quotati che rappresentano una quota consistente del PIL.

Domanda 90. Ritenete che certe direttive del quadro MiFID II/MiFIR su product governance e distribution andrebbero modificate per adattarsi alle offerte digitali e online di prodotti e servizi di investimento?**1 - Per niente**

2 - Non molto

3 - Neutrale

4 - Parzialmente

5 - Completamente

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 90.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 90

Se la modifica del quadro su product governance e distribution per l'adattamento alle offerte digitali e online venisse intesa e implementata nel senso di un allentamento delle regole stesse, allora bisogna considerare che il contesto attuale ci aiuta ad affermare che non esistono prodotti finanziari semplici e privi di rischio. Se le regole di condotta e di product governance non fossero state previste nella Mifid, nell'attuale momento storico che stiamo vivendo a causa della pandemia Covid 19 il rischio sistemico sarebbe stato elevatissimo, soprattutto se favorito dall'ampliamento dei servizi on line con la possibilità per il cliente di compiere scelte azzardate senza il supporto di un professionista.

Domanda 91. Ritenete che determinate disposizioni sui servizi di investimento (come la consulenza in materia di investimenti) dovrebbero adattarsi alla fornitura di servizi tramite robo-advice o altre tecnologie digitali?**1 - Per niente**

2 - Non molto

3 - Neutrale

4 - Parzialmente

5 - Completamente

Non lo so / nessuna opinione / irrilevante

Domanda 91.1 Motivate per favore la vostra risposta alla domanda 91

Come prima cosa occorre definire in modo più chiaro e preciso cosa si intende per consulenza automatizzata e quale tipologia di strumenti possono ricondursi a questo servizio.

Gli strumenti automatizzati possono essere utilizzati per fornire informazioni in materia finanziaria ai cittadini e, per quanto riguarda il settore mobiliare, le prestazioni da loro offerte possono identificarsi nelle regole MiFID sulla mera esecuzione e sull'appropriatezza, ma non nelle regole di adeguatezza che garantiscono il livello di protezione degli investitori più elevato e necessario per i servizi di consulenza sugli investimenti. I dispositivi automatizzati possono essere utilizzati per fornire consigli di base e generici, che possono consentire agli investitori, in particolare quelli meno esperti e informati, di comprendere l'esigenza di avvalersi di raccomandazioni personali più efficaci per i propri investimenti. È quindi necessaria una distinzione tra consulenza finanziaria, intesa come servizio professionale completo che soddisfa

efficacemente le esigenze dei risparmiatori, i loro obiettivi di investimento e le loro caratteristiche, e una consulenza finanziaria base con mera funzionalità informativa. Gli strumenti automatici possono essere utili nella prima fase del processo di consulenza, ma in fasi successive devono essere integrati da un vero e proprio servizio personalizzato e dall'interazione di un consulente umano. Questa forma di semi-automazione sembra infatti rispondere efficacemente alla domanda del mercato e soddisfa altresì le esigenze degli investitori, i quali possono inserire tutti i loro dettagli rilevanti per mezzo di dispositivi digitalizzati, per poi rivolgersi ad un consulente umano per la prestazione della raccomandazione personalizzata.

È vero che per mezzo dei dispositivi automatizzati gli investitori possono potenzialmente accedere a una vasta gamma di prodotti; tuttavia non si considera che l'eccesso di offerta può anche avere effetti negativi. Nella prestazione del servizio di consulenza finanziaria ciò che conta è un'efficace valutazione di adeguatezza del cliente: esistono innumerevoli prodotti che possono rispondere alle esigenze di un determinato target di investitori, ma è solo attraverso una raccomandazione realmente personalizzata, realizzata grazie ad un consulente umano, che si identifica il prodotto realmente adatto per il singolo risparmiatore.

La prestazione dei servizi finanziari supportata dall'interazione umana è inoltre un driver efficace per l'educazione finanziaria. Al contrario, l'automazione senza l'intervento umano non trasmette alcuna forma di educazione finanziaria: le informazioni di per sé sono prive di significato se non vengono contestualizzate e personalizzate. Occorre infine considerare che gli algoritmi utilizzati dai dispositivi automatizzati richiedono specifici controlli per garantire la tutela degli investitori: ad esempio, esiste il rischio che gli algoritmi siano concepiti in modo tale da favorire la distribuzione di prodotti che comportano maggiori entrate per le piattaforme di distribuzione, a scapito dei migliori interessi degli investitori. Vi è inoltre il rischio concreto che a tutti gli investitori con profili simili siano raccomandati gli stessi prodotti, con un evidente detrimento della qualità del servizio prestato e con un impatto anche sistemico sui mercati. Quale ultima nota, non possiamo dimenticare quale potenziale impatto potrebbe esserci nella proliferazione di robotizzazione standardizzata degli ordini, storicamente già sottoposta a vincoli dalle Autorità nazionali come conseguenza del proprio potenziale effetto dirompente. Il contesto attuale è utile per portare un esempio per ipotesi: se allo scoppio della pandemia da Coronavirus sui mercati avessero operato massimamente sistemi robotizzati, quale sarebbe stato l'ulteriore danno stimabile sui principali listini mondiali?