

Milano, 21 marzo 2022

Consultazione della Commissione Europea sulle opzioni per il miglioramento delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza

Q1: Ritenete che un regime unico e standardizzato di valutazione degli investitori al dettaglio, come descritto sopra, applicabile a tutti i servizi di investimento e potenziato con la fornitura di una strategia di asset allocation personalizzata, potrebbe affrontare le debolezze degli attuali regimi di adeguatezza e appropriatezza?

Sì, riteniamo che l'introduzione di un regime unico e standardizzato per la profilazione degli investitori retail sia opportuno per la valutazione di appropriatezza, ma non per la valutazione di adeguatezza che necessita di un'approfondita analisi di bisogni, esigenze, caratteristiche del cliente, in un determinato orizzonte temporale, da parte di un consulente e non può essere standardizzata.

L'attività di asset allocation viene prestata da anni in Italia dai consulenti finanziari, si tratta di una prestazione accessoria largamente diffusa.

In generale, come evidenziato in precedenti consultazioni esistono una serie di casistiche 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, con rischio tipico più elevato ma ottimali per i loro obiettivi di vita. Tale tipologia di investimento è di fatto bloccata dalla Mifid o dalla IDD.

La valutazione di adeguatezza attraverso il questionario di profilazione dell'investitore, per come realizzato in base alle disposizioni attuali, non consente di identificare più compiutamente in un solo profilo di rischio i diversi obiettivi del risparmiatore. Potrebbe invece essere 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. In questi casi, andrebbe data la possibilità di eccezione, eventualmente limitata proporzionalmente al patrimonio del soggetto.

Q2: Ritenete che una nuova valutazione del cliente al dettaglio (potenziata con una strategia di asset allocation personalizzata) e la sua trasferibilità potrebbe portare benefici e opportunità agli investitori al dettaglio e agli intermediari finanziari?

Sì, potrebbe portare loro benefici e opportunità

Q2.1: Se sì, quali dei seguenti benefici e opportunità potrebbe apportare una nuova valutazione del cliente al dettaglio (arricchita da una strategia di asset allocation personalizzata) e la sua trasferibilità agli investitori al dettaglio e agli intermediari finanziari? (per favore selezionate tutte le risposte che desiderate)

- Prevenire o limitare le vendite scorrette e gli investimenti imprudenti
- Permettere a diversi intermediari finanziari di avere una visione più completa degli investimenti detenuti da un investitore al dettaglio e di offrire una strategia di investimento più olistica e allineata

Come anticipato in risposta al primo quesito, la definizione di una strategia di asset allocation personalizzata per i clienti viene comunemente prestata dai consulenti finanziari. Si tratta di un'attività svolta dal consulente nell'alveo della prestazione del servizio di consulenza e che gli consente di avere un quadro ben definito della situazione del cliente per elaborare un piano di investimento personalizzato e legato al ciclo di vita del risparmiatore.

Q3: Gli investitori al dettaglio devono poter trasferire i risultati della loro valutazione insieme alla loro strategia di asset allocation personalizzata ai broker/intermediari finanziari di loro scelta al fine di facilitare il passaggio o l'utilizzo di più broker/intermediari finanziari e in generale migliorare l'esperienza dell'investitore?

Sì. Non esiste un divieto in tal senso, ma è frequente una certa reticenza del cliente nel trasmettere le informazioni sulla sua valutazione di adeguatezza o sui suoi investimenti ad altri intermediari cui si rivolge. Occorre inoltre prestare attenzione ai potenziali pericoli che potrebbero sorgere, in particolare in riferimento alla portabilità dei dati del cliente che potrebbero essere venduti e scambiati, per fini commerciali o altre finalità, a danno del cliente stesso.

Q4: Vedete qualche inconveniente che potrebbe emergere dalla creazione e dall'uso di questa nuova valutazione di adeguatezza applicabile a tutti i servizi d'investimento

(compresa la sua eventuale condivisione/portabilità) per gli investitori al dettaglio e gli intermediari finanziari?

Sì. Occorre tenere presente che la valutazione di adeguatezza e la definizione del profilo del cliente rientrano nell'ambito dell'attività professionale svolta dal consulente; attività che comporta un'analisi approfondita delle esigenze e delle caratteristiche del cliente e che non può ridursi alla mera compilazione di un questionario, altrimenti la professionalità del consulente perderebbe il suo valore e sarebbe svilita.

Q5: Chi dovrebbe preparare la valutazione dei clienti e la loro strategia di asset allocation?

- **Qualsiasi intermediario finanziario selezionato dall'investitore al dettaglio**

Il consulente non deve limitarsi a compilare il questionario di profilazione, ma deve spiegare i quesiti al cliente, la loro finalità e porre anche domande che esulano da quelle inserite nel questionario, contribuendo all'educazione finanziaria del cliente. Il consulente è indispensabile nel definire gli investimenti opportuni seguendo il ciclo di vita dell'investitore. Può pertanto trasferirsi la parte tecnica legata alla compilazione del questionario, ma non può certamente trasferirsi la prestazione professionale svolta dal consulente legata alla conoscenza approfondita del cliente.

Q6: Quali dovrebbero essere le componenti chiave di un piano di investimento personale standardizzato? (Vi preghiamo di selezionare tutte le risposte che desiderate)

- **Una descrizione dell'investitore**
- **Obiettivi di investimento**
- **Linee guida tecniche che specificano gli aspetti tecnici su come l'investimento dovrebbe essere, come l'uso consentito della leva finanziaria o dei derivati; l'eventuale esclusione di determinati tipi di attività dall'investimento**
- **Fattori ESG, come tipi specifici di attività da escludere dagli investimenti**

Gli elementi individuati sono gli elementi minimi che un piano di investimento deve prevedere, ma occorre considerare che ci sono aspetti che esulano da questi elementi formali e che vengono definiti nel processo di conoscenza che si instaura tra cliente e consulente; si tratta infatti di un rapporto che dura nel tempo perché basato sulla fiducia reciproca.

Q7: Quali sono i principali obiettivi e vincoli di investimento che dovrebbero essere affrontati in un piano di investimento personale? (si prega di selezionare tutte le risposte che volete)

- **Vincoli: Liquidità - uscite previste degli investitori, ecc.**
- **Orizzonte temporale**
- **Situazione fiscale**
- **Eventuali fattori legali e normativi**
- **Circostanze particolari dell'investitore, ad esempio preferenze etiche o ambientali**

Riteniamo che sia errato considerare nel piano gli obiettivi di rendimento, considerata l'aleatorietà di tale obiettivo, soprattutto in termini nominali. E' evidente che si tratta di un obiettivo che non può essere previsto e che, se inserito nel piano, potrebbe essere fortemente ingannevole e fuorviante per l'investitore.

Q8: Conservazione e accessibilità della nuova valutazione di adeguatezza, compresa la strategia di asset allocation. Siete d'accordo con la seguente affermazione?

Tutti i dati della valutazione di adeguatezza e della strategia di allocazione patrimoniale personalizzata (il "piano d'investimento personale") dovrebbero essere archiviati elettronicamente e, previo consenso del cliente, il piano d'investimento personale dovrebbe essere accessibile a tutti gli intermediari finanziari che il cliente impiega ("finanza aperta").

No, come indicato in altre consultazioni, occorre prestare particolare attenzione all'utilizzo dei dati della clientela, anche rispetto agli aspetti legati alla privacy. I dati di profilazione potrebbero essere utilizzati per altre finalità per manipolare il cliente; ad esempio i dati personali inseriti potrebbero essere richiesti da altri operatori per una scelta di business, in ragione di specifici accordi/legami con altri intermediari del mercato, interessati ai profili e ai dati degli utenti registrati (co-marketing, co-branding).

Q9: Con quale frequenza la valutazione e la strategia di asset allocation del cliente devono essere aggiornate?

4

Un piano di investimento personale dovrebbe essere rivisto regolarmente al fine di garantire che rimanga coerente con gli obiettivi e i vincoli di investimento del cliente.

Un piano personale d'investimento deve essere rivisto non appena l'intermediario finanziario viene a conoscenza di un cambiamento materiale nella situazione del cliente.

Un cliente può richiedere un aggiornamento del suo piano di investimento personale quando i suoi obiettivi, l'orizzonte temporale, le circostanze personali o esigenze di liquidità cambiano.

Q9.1: Quando l'investitore NON è sotto consulenza (selezionare tutte le risposte a piacere)

- una volta all'anno
- in caso di cambiamenti significativi nella situazione personale o negli obiettivi dell'investitore al dettaglio, comunicati dall'investitore al suo intermediario finanziario
- su proposta dell'intermediario finanziario scelto dall'investitore, a condizione di fornire all'investitore la necessaria giustificazione scritta che attesti la necessità di un aggiornamento, previo accordo dell'investitore e debitamente conservate

Riteniamo sia opportuno un monitoraggio costante, non essendoci la tutela fornita dal servizio di consulenza. Siamo altresì convinti che la valutazione di appropriatezza dovrebbe essere limitata il più possibile, prevedendo tipicamente per quanto possibile la prestazione del servizio di consulenza e i relativi presidi, maggiormente tutelanti per gli investitori.

Q9.2: Quando l'investitore è sotto consulenza/gestione di portafoglio (si prega di selezionare tutte le risposte che desiderate)

- **in caso di cambiamenti significativi nella situazione personale o negli obiettivi dell'investitore al dettaglio, comunicati dall'investitore al suo intermediario finanziario**

Occorre responsabilizzare il cliente e trasmettergli attraverso il servizio di consulenza anche educazione finanziaria, affinché il cliente diventi consapevole dell'importanza di comunicare i principali cambiamenti della sua situazione personale o dei suoi obiettivi al suo consulente.

Q10: Ritenete che il nuovo regime di valutazione della clientela consentirebbe risparmi sostanziali sui costi per gli intermediari finanziari, tenendo conto della natura standardizzata e unica dell'eventuale regime di valutazione, una volta assorbiti i costi iniziali?

Non so

Q11: Le norme sulla strategia di allocazione personalizzata delle attività dovrebbero prevedere profili standardizzati di investitori basati sui vincoli personali degli investitori al dettaglio, sulla propensione al rischio/rendimento e sugli obiettivi degli investitori al dettaglio?

Sì

5

Q11.1: Se sì, si prega di specificare quale classificazione di profili raccomandare e fornire spiegazioni.

Sono previsti standard di profilazione nella Mifid e standard di propensione al rischio nel Regolamento KID- Priips che si traducono rispettivamente in 5 o 7 profili di investitore. Il primo problema è quindi quello della non omogeneità tra discipline. Occorre superare queste diversità passando da un'analisi del prodotto ad un'analisi del servizio. Invitiamo la Commissione a effettuare una scelta coerente da applicarsi a tutte le discipline, anche per la comprensibilità degli utenti. Riteniamo altresì opportuno accelerare questo processo di armonizzazione.

Q12: Quali elementi dovrebbero costituire la base per distinguere le classi di attività all'interno della strategia di asset allocation? (si prega di selezionare tutte le risposte che desiderate)

- **Altri criteri**

Le classi di attività si possono distinguere in base alla loro natura.

Non riteniamo che il rischio possa essere un parametro per classificare le attività, perché ciò porterebbe a includere nella stessa classe prodotti anche profondamente diversi tra loro.

Q13: L'esposizione alle attività, come indicato nella strategia di asset allocation, potrebbe essere ottenuta investendo direttamente in titoli (ad es. azioni, obbligazioni) o tramite l'investimento in prodotti finanziari potenzialmente complessi (ad es. fondi, prodotti strutturati, prodotti d'investimento basati su assicurazioni) o una loro combinazione. Come dovrebbe valutare un intermediario finanziario il miglior rapporto qualità-prezzo quando considera classi o sottoclassi di attività che offrono l'esposizione ottimale per l'investitore al dettaglio?

Se i parametri definiti dalle regole di adeguatezza e appropriatezza sono rispettati, non riteniamo vi siano criticità. È fondamentale anche in questa circostanza la valutazione svolta da un consulente finanziario. Riteniamo che la gestione passiva degli investimenti non sia adatta, gli intermediari dovrebbero valutare la miglior efficienza per il cliente attraverso la gestione attiva.

Q14: Le regole sulla strategia di asset allocation dovrebbero consentire la creazione di classi di attività adatte a raggiungere gli obiettivi di investimento degli investitori al dettaglio. In che modo tali regole dovrebbero tenere conto delle situazioni in cui l'intermediario desidera offrire prodotti che non rientrano in una delle categorie di attività comuni?

- **Altre soluzioni**

La definizione di asset class per attività di natura diversa è un'operazione tecnica svolta dall'intermediario. Tali asset class possono poi essere integrate tra loro, in base al profilo di rischio/rendimento del cliente e in base all'orizzonte temporale stabilito, attraverso un'ottimizzazione del portafoglio efficiente (modello Markowitz).

Q15: Anche se la forma e il contenuto della strategia di asset allocation dovrebbero essere prescritti in una certa misura, gli intermediari finanziari eserciteranno sempre un grado di discrezione nello stabilire l'asset allocation per un dato investitore. La concorrenza tra gli intermediari finanziari nello stabilire una strategia di asset allocation ottimale per un dato insieme di dati del cliente potrebbe produrre proposte di asset allocation di migliore qualità per il cliente. D'altra parte, bisognerebbe evitare di cambiare senza ragioni obiettive la guida all'investimento stabilita dalla strategia di asset allocation, al fine di garantire il raggiungimento dei suoi obiettivi d'investimento. Potrebbe un intermediario finanziario, diverso da quello che ha redatto la valutazione del cliente, proporre una strategia di asset allocation diversa da quella originariamente stabilita, quando i dati necessari per produrre la strategia di asset allocation sono messi a disposizione di tale intermediario finanziario?

- **Non so**

Riteniamo che sia assolutamente possibile che un intermediario proponga una strategia di investimento diversa da quella di un altro intermediario, sia per ragioni soggettive o oggettive. Non esiste il portafoglio perfetto che dura nel tempo.

Q16: Se sì, l'investitore dovrebbe essere obbligato a dare un consenso esplicito per lo sviluppo di una nuova strategia di asset allocation?

Sì, il cliente deve dare esplicito consenso, ma questo già avviene.