

## Consultation Paper ESMA

### Linee guida MiFID II: obblighi di governance del prodotto

---

**Q1.** Concordate con l'elenco di categorie che i produttori dovrebbero utilizzare quale base per definire il mercato target per i loro prodotti? In caso contrario, specificare quali modifiche andrebbero apportate all'elenco.

Rispetto all'elenco di categorie:

a) *Il tipo di clienti a cui il prodotto è rivolto.* Riteniamo che questa categoria rappresenti un primo *step* di base, che costituisce il fondamento di tutte le altre categorie. Con riferimento alla classificazione dei clienti ai sensi della MiFID II, crediamo che la distinzione cruciale sia tra clienti al dettaglio e non al dettaglio. Relativamente alle ulteriori descrizioni comunemente utilizzate nel mercato, evidenziamo che la classificazione dei clienti per mezzo di « *categorie aggiuntive di uso comune nel rispettivo mercato* » possa generare un rischio di confusione: la confrontabilità verrebbe ridotta poiché ciascuna impresa utilizzerebbe una propria classificazione. Una possibile soluzione, che assicurerebbe la confrontabilità e la chiarezza sia per gli operatori di mercato sia per i clienti, è immaginabile mediante il riferimento agli standard di clusterizzazione utilizzati a livello internazionale: *high net worth individuals* (HNWI), clienti *affluent* e *mass market*. Tale categorizzazione consentirebbe agli operatori di mercato di classificare i clienti in base alla loro situazione finanziaria, chiarendo agevolmente i tipi di servizi a cui essi possono accedere.

Le categorie *b)*, *c)* e *d)* sono strettamente connesse tra loro. La categoria *c)* (la capacità di sostenere perdite) è definibile con l'utilizzo di una misura tecnica del rischio di *downside* (ad es., *Ulcer Index*). Rispetto alla categoria *d)*, evidenziamo che la "tolleranza al rischio" è da intendersi quale attitudine al rischio del cliente: in tal senso, la tolleranza al rischio richiede un focus sul cliente e non dovrebbe essere confusa con il profilo di rischio/rendimento del prodotto. Maggiore chiarezza è altresì necessaria per garantire la coerenza tra l'indicatore di rischio sintetico di cui al Regolamento KID-PRIP e la classificazione, di uso comune nel mercato, basata sulle attitudini al rischio (si consideri, al riguardo, il tema della profilatura del cliente in base alle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza richieste dalla MiFID II). Da un lato, il Regolamento KID-PRIP richiede di classificare il prodotto su una scala da 1 a 7, con ciascuna classe che corrisponde a un livello di rischio che va da "molto basso" a "molto alto". Dall'altro lato, la classificazione comunemente usata nel mercato è basata su cinque tipi di portafoglio (stabile/prudente, conservativo, bilanciato, accrescitivo e dinamico/speculativo). A tal riguardo, sussiste un problema di coerenza: il Regolamento KID-PRIP prevede sette classi di rischio, mentre nel mercato tipicamente si usano cinque tipi di portafoglio: un'indicazione chiara e precisa, da parte del regolatore, è dunque necessaria per chiarire come le classi di rischio dovrebbero essere declinate in termini di tipi di portafoglio. Tale indicazione sarebbe altresì utile per i consulenti finanziari, in considerazione del loro ruolo di assistenza verso i clienti nel comprendere la loro attitudine al rischio e nel portare alla scelta di prodotti adeguati.

Quanto alla categoria *f*) (bisogni dei clienti) non concordiamo con la distinzione tra bisogni “specifici” e “generici”: piuttosto, proponiamo una distinzione tra i bisogni di “natura tecnica” (riferiti alle caratteristiche e al contenuto del prodotto) e i bisogni relativi alla sfera personale dell’individuo (ad es., età, famiglia ...). In ogni caso, il focus dovrebbe essere sui clienti e sui loro bisogni.

**Q2.** Concordate con l’approccio proposto su come tenere conto della **natura dei prodotti**? In caso contrario, specificare quali modifiche andrebbero apportate.

Con riferimento alla natura del prodotto, conveniamo con il par. 17, p. 7, del *Consultation Paper* ( « *Per i prodotti più complessi, quali i CFD o i prodotti strutturati con profili di rendimento complessi, il mercato target dovrebbe essere identificato a un livello di maggior dettaglio.* » ) e menzioniamo anche il considerando n. 19 della direttiva MiFID II di secondo livello, il quale chiarisce che « *per i prodotti più complessi come gli strumenti di «bail-in» o per i prodotti meno comuni il mercato di riferimento dovrebbe essere individuato con maggiore cura* ». Entrambe queste previsioni confermano la necessità di escludere il regime di *execution-only*: ossia, per questi prodotti bisogna sempre richiedere la valutazione di appropriatezza o di adeguatezza.

Più in generale, crediamo che non ci sia una vera e propria necessità di un regime di *execution-only* rispetto alle vendite *online*: un questionario MiFID volto a valutare le conoscenze ed esperienze dell’investitore (valutazione di appropriatezza) può essere agevolmente preparato e presentato utilizzando un modulo *online*. Detto altrimenti, l’obbligo di valutazione di appropriatezza per tutte le vendite *online* è una soluzione desiderabile, in quanto assicura una maggiore tutela degli investitori ed è anche di facile implementazione. Al tempo stesso, crediamo che gli strumenti *online* per la valutazione di appropriatezza dovrebbero essere progettati per evitare il rischio di una sorta di auto-profilatura da parte dell’utente che, per tentativi, potrebbe completare la procedura automatizzata, finalizzata a ottenere uno specifico prodotto, senza un’effettiva valutazione dell’appropriatezza della scelta.

Inoltre, proponiamo di emendare il par. 18, p. 24, del *Consultation Paper* come segue:

« ... *l’identificazione del mercato target dovrebbe considerare le caratteristiche dei prodotti, compresi la complessità (includendo strutture di costo e commissioni), i profili di rischio-rendimento e di liquidità, e il carattere innovativo del prodotto* ». Tale modifica è volta a chiarire che queste caratteristiche dovrebbero essere considerate in modo cumulativo (e non quali alternative).

**Q3.** Convenite con il metodo proposto per l’identificazione del mercato target da parte del distributore?

Rispetto all’elenco di categorie che i distributori dovrebbero utilizzare quale base per la definizione del mercato target, si veda la nostra risposta alla Q1.

Rispetto all'affermazione conclusiva di cui al par. 26, p. 25, del *Consultation Paper* ( « ... il distributore potrebbe decidere che alcuni prodotti non complessi, che potenzialmente potrebbero essere offerti in modalità *execution only*, siano offerti solo in regime di appropriatezza o adeguatezza, per garantire una maggiore protezione dei clienti »), segnaliamo che in Italia la regolazione di riferimento esclude il regime di *execution-only* per i prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione: cfr. il Regolamento Intermediari Consob, il cui art. 87 non applica le disposizioni in tema di *execution-only* (artt. 43 e 44) ai prodotti finanziari assicurativi. Detto altrimenti, per questi prodotti la valutazione di appropriatezza o di adeguatezza MiFID II è sempre richiesta, garantendo così un efficace livello di tutela degli investitori.

Non concordiamo con il par. 42, p. 29, del *Consultation Paper*: se si riconosce che « la tutela del cliente decresce quando l'informazione disponibile non è sufficiente ad assicurare una valutazione completa del mercato target », non possiamo accettare che i distributori possano decidere di « lasciare che i clienti operino senza consulenza, dopo averli avvertiti che il distributore stesso non è nella posizione di valutare la completa compatibilità di tali prodotti ». Riteniamo che una siffatta avvertenza non sia sufficiente: la soluzione ipotizzata è infatti estremamente pericolosa per la tutela degli investitori, in quanto porterebbe alla distribuzione di prodotti non compatibili con i bisogni, le caratteristiche e gli obiettivi dei clienti.

Infine, conveniamo con il par. 48, p. 30, del *Consultation Paper*. Infatti, secondo il considerando n. 20 della direttiva MiFID II di secondo livello « i distributori dovrebbero informare periodicamente i produttori in merito alla loro esperienza con i prodotti. Anche se i distributori non dovrebbero essere tenuti a segnalare ogni vendita ai produttori, essi dovrebbero fornire i dati necessari affinché il produttore possa esaminare il prodotto e controllare che permanga coerente con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi del mercato di riferimento definiti dal produttore. ». Sulla base del considerando n. 20, il par. 48 del *Consultation Paper* chiarisce che « Queste informazioni possono essere in forma aggregata e non occorre che siano su base “strumento per strumento” né “vendita per vendita”. » : consideriamo che questo chiarimento realizzi un efficace equilibrio tra un efficiente funzionamento degli obblighi di *governance* del prodotto e la necessità di evitare ai distributori oneri amministrativi superflui o potenziali rischi rispetto alla privacy dell'investitore.

**Q4.** Concordate con l'approccio suggerito rispetto agli aspetti concernenti la copertura (*hedging*) e la diversificazione di portafoglio?

Il par. 34, pp. 10-11, del *Consultation Paper* omette un aspetto fondamentale: in aggiunta alle situazioni in cui i clienti hanno già un'adeguata conoscenza e comprensione del prodotto (“conoscenza *ex ante*” o “in entrata”), lo stesso prodotto (un Interest Rate Swap, nell'esempio) può essere considerato ai fini della distribuzione a clienti i cui bisogni possono essere soddisfatti proprio grazie a questo prodotto, anche se i clienti non hanno, all'inizio, conoscenza dello stesso. In questa situazione, il ruolo dei consulenti finanziari riveste notevole importanza: spetta al consulente comprendere i bisogni del cliente, identificare il prodotto adegua-

to/appropriato e aiutare l'investitore a capire il prodotto (in questo caso, dunque, la necessaria conoscenza del prodotto è acquisita *nel corso dell'interazione* con il consulente finanziario).

Rispetto all'esempio di cui ai parr. 31-32, p. 10, chiediamo a ESMA di confermare la seguente interpretazione: i "doveri di diligenza" di cui al par. 32 non competono, di per sé, al solo consulente finanziario, in quanto sono riferiti, in prima battuta, al distributore e al produttore. Questa interpretazione è confermata dalla quinta frase del par. 32 (« *Inoltre, le imprese dovrebbero evitare di distribuire prodotti ... nei casi in cui ...* »), nel senso che la necessità di evitare di distribuire "tali" prodotti è riferita all'impresa nel suo complesso (e non al singolo consulente finanziario).

**Q5.** Ritenete necessarie ulteriori indicazioni su come i distributori dovrebbero applicare gli obblighi di *governance* del prodotto per i prodotti realizzati da entità non rientranti nell'ambito di applicazione della MiFID II?

No, non sono necessarie. Le indicazioni fornite nel *Consultation Paper* sono chiare ed esauritive.

**Q6.** Convenite con l'approccio proposto per l'identificazione del mercato target in "negativo"?

In via generale concordiamo con l'approccio "bianco & nero" proposto, anche se riteniamo che l'idea di definire un'area "grigia" (ossia, un'area tra il mercato target definito in positivo – bianco e il mercato target definito in negativo – nero) dovrebbe essere abbandonata o, quanto meno, attentamente rivista. La tutela degli investitori richiede chiarezza: l'idea di un'area grigia di clienti (che non ricadono né nel mercato target positivo, né in quello negativo) è difficile da immaginare e, soprattutto, potrebbe comportare il rischio di *mis-selling*.

**Q8.** Avete altri commenti o suggerimenti rispetto alle Linee guida?

Concordiamo con il par. 21, p. 8, del *Consultation Paper*: « *nel mercato target occorrerebbe specificare se certi canali di acquisto possono o meno essere appropriati per proteggere i clienti dagli acquisti precipitosi* ». In tal senso, crediamo che sia i produttori che i distributori debbano tenere presente che i clienti non sono affatto protetti nel caso di vendite *online* in regime di *execution only* (par. 40, p. 28, del *Consultation Paper*). In tal senso, riteniamo che le vendite senza consulenza andrebbero limitate ai prodotti più semplici, di uso più comune e facili da comprendere.

Segnaliamo il potenziale pericolo legato alla situazione esposta nel par. 46, p. 29, del *Consultation Paper* (« *Ad es., se il produttore ritiene che un dato prodotto, a motivo delle sue caratteristiche specifiche, dovrebbe essere offerto attraverso la prestazione di un servizio di consulenza, il distributore potrebbe comunque rendere disponibile, a uno specifico segmento di clientela, tale prodotto mediante servizi esecutivi* »): la situazione riportata nel par. 46 sembra

infatti contraddire l'affermazione di cui al par. 38 ( « *In particolare, i servizi di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli consentono un livello più elevato di tutela dell'investitore (attraverso l'applicazione della valutazione di adeguatezza), rispetto ad altri servizi prestati in regime di appropriatezza o di execution only* » ). Vale a dire, qualora il produttore ritenga che il prodotto dovrebbe essere offerto ai clienti mediante la prestazione di consulenza in materia di investimenti, il distributore non dovrebbe passare a forme di vendita senza consulenza, pena il sacrificio dell'obiettivo di « *aumentare il livello di tutela degli investitori* » che è alla base di tutti gli obblighi di *product governance* (par. 1, p. 4, del *Consultation Paper*).

Il medesimo ragionamento si applica al Caso studio n. 2 – mercato target di un deposito strutturato (p. 39 del *Consultation Paper* « *Alla luce dell'analisi del mercato target, il prodotto può essere promosso con o senza consulenza, senza altri requisiti o limitazioni per i distributori* »). L'obiettivo di « *aumentare il livello di tutela degli investitori* » può essere meglio servito attraverso la prestazione di consulenza in materia di investimenti, in modo crescente proporzionalmente alla complessità del prodotto: da questo punto di vista, le vendite senza consulenza dovrebbero essere consentite, ma non dovrebbero essere considerate come un equivalente delle vendite assistite da consulenza.