REPORT ESMA 35 / 2023

INTRODUZIONE

Il 3 aprile 2023 ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) ha pubblicato il Report 35/2023, contenente gli Orientamenti su alcuni aspetti di adeguatezza della MIFID II. Lo scopo dei presenti orientamenti consiste nel chiarire l'applicazione di determinati elementi legati ai requisiti di adeguatezza della MIFID II al fine di garantire un'applicazione comune, uniforme e coerente dell'articolo 25, paragrafo 2, della direttiva MIFID 2014/65/UE II nonché degli articoli 54 e 55 del regolamento delegato MIFID II del 25 aprile 2016.

ESMA mira a promuovere una maggiore convergenza nell'interpretazione e negli approcci di **vigilanza** dei requisiti di adeguatezza, ponendo l'accento su diverse questioni importanti e rafforzando così il valore delle norme esistenti. Contribuendo a garantire che le imprese rispettino le norme, l'ESMA prevede un corrispondente rafforzamento della protezione dell'investitore, elemento del tutto centrale nell'indirizzo delle linee guida.

ESMA associa alla pubblicazione del documento una serie di benefici quali:

- riduzione del rischio di vendita scorretta e delle relative conseguenze finanziarie
- riduzione dei rischi legati all'arbitraggio normativo o di vigilanza, grazie a un maggiore grado di armonizzazione e a una vigilanza più coerente
- effetti positivi derivanti dal miglioramento dell'armonizzazione e della standardizzazione dei processi
- effetti positivi derivanti da una maggiore

armonizzazione e standardizzazione per le autorità competenti
- riduzione del rischio di greenwashing nella produzione e distribuzione dei prodotti.

I presenti orientamenti si applicano a decorrere da sei mesi dalla data della loro pubblicazione sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'Unione europea (UE).

I DESTINATARI E LA STRUTTURA

I presenti orientamenti si applicano:

- alle autorità competenti
- a ogni soggetto che svolge servizi di consulenza e gestione di portafoglio (esclusi i distributori non assoggettati).

Le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti devono conformarvisi integrandoli nei propri quadri giuridici e/o di vigilanza nazionali, a seconda dei casi, compresi gli orientamenti specifici diretti principalmente ai partecipanti ai mercati finanziari. In questo caso, le autorità competenti dovrebbero far sì che, esercitando la facoltà di vigilanza, i partecipanti ai mercati finanziari si conformino agli orientamenti.

La struttura generale del documento è composta da dodici Orientamenti generali che hanno come principale riferimento normativo:

- il Regolamento delegato MIFID II, emanato dalla Commissione il 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva

- la MIFID II, direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

IL CONTENUTO

Orientamento generale I, II, III : Conoscenza del cliente e informazioni necessarie alla sua valutazione

In primis le imprese dovrebbero spiegare in modo chiaro che spetta a loro effettuare la valutazione sull'adeguatezza dei clienti, in modo che essi comprendano il motivo per cui sono invitati a fornire determinate informazioni e l'importanza che tali informazioni siano aggiornate, accurate e complete.

Le informazioni possono essere raccolte in maniera standardizzata ma in ogni caso dovrebbero riguardare conoscenze, esperienze e situazione finanziaria (compresa la capacità di sostenere perdite) nonché gli obiettivi di investimento (compresa la loro tolleranza al rischio). Altre informazioni necessarie da raccogliere sono: lo stato civile; lo stato di famiglia; l'età; la situazione lavorativa; il fabbisogno di liquidità. Senza tali informazioni, le imprese non possono fornire ai clienti servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione del portafoglio. In tal senso qualsiasi clausola di esclusione della responsabilità (o altri tipi di dichiarazioni analoghi) volta a limitare la responsabilità dell'impresa per quanto riguarda la valutazione dell'adeguatezza non influirebbe in alcun modo sulla caratterizzazione del servizio prestato ai clienti. Le imprese dovrebbero raccogliere maggiori informazioni sui clienti che richiedono una consulenza in materia di investimenti riguardante l'intero portafoglio finanziario rispetto ai clienti che richiedono una consulenza specifica su come investire un determinato importo che costituisce una quota relativamente ristretta dell'intero portafoglio. Più il

cliente è vulnerabile o senza esperienza più il livello di informazioni raccolte aumenterà.

Per quanto riguarda le **preferenze di sostenibilità**, uno dei principali aspetti innovativi su cui si incentra il documento, le imprese dovrebbero spiegare in modo chiaro, evitando un linguaggio tecnico, i termini e le distinzioni tra i diversi elementi.

Le imprese dovrebbero garantire che le domande rivolte ai clienti siano sufficientemente specifiche e che possano essere comprese correttamente. È anche importante che le imprese valutino la comprensione del cliente di concetti finanziari fondamentali quali il rischio di investimento (compreso il **rischio di concentrazione**) e il **trade off** rischio/rendimento.

Orientamento generale IV, V: Affidabilità e aggiornamento delle informazioni del cliente

Le imprese dovrebbero adottare misure ragionevoli e disporre di strumenti idonei a garantire che le informazioni raccolte sui loro clienti siano affidabili e coerenti, senza basarsi indebitamente sull'autovalutazione dei clienti. L'autovalutazione dovrebbe essere controbilanciata da criteri oggettivi: esempi pratici di situazioni che possono concretizzarsi con grafici o scenari positivi e negativi basati su ipotesi ragionevoli; domande a scelta multipla sulle categorie specifiche dei prodotti di investimento; informazioni precise sulla fonte regolare di reddito e sulle passività in essere; il livello di perdita accettare sia globalmente sul portafoglio sia su un singolo investimento. Le imprese dovrebbero quindi astenersi dal prevedere l'esperienza dei clienti sulla base di ipotesi.

Rischi potenziali potrebbero sorgere, ad esempio, se i clienti venissero incoraggiati a fornire determinate risposte per accedere a strumenti finanziari che potrebbero non essere adatti a loro. Le imprese dovrebbero adottare misure

ragionevoli per attenuare questi rischi potenziali connessi.

Se l'impresa ha un rapporto continuativo con il cliente (ad esempio se presta servizi di consulenza o di servizi di gestione del portafoglio su base continuativa), per poter eseguire la valutazione dell'adeguatezza dovrebbe adottare procedure che definiscono: quali informazioni sul cliente acquisite dovrebbero essere soggette ad aggiornamento e con quale frequenza; le modalità dell'aggiornamento e le misure che l'impresa dovrebbe adottare quando si ricevono informazioni aggiuntive o aggiornate o quando il cliente non fornisce le informazioni richieste. Le imprese dovrebbero riesaminare periodicamente le informazioni sui clienti per assicurarsi che non diventino obsolete, imprecise o incomplete. A tal fine esse dovrebbero attuare procedure che incoraggino i clienti ad aggiornare le informazioni inizialmente comunicate qualora intervengano cambiamenti significativi. Le imprese dovrebbero inoltre informare il cliente quando le informazioni supplementari fornite danno luogo a una modifica del suo profilo: se diventa più rischioso o viceversa più prudenziale.

Orientamento generale VI: Informazioni necessarie in caso di persone giuridiche o gruppi

L'impresa dovrebbe informare chiaramente e a priori i clienti che sono entità giuridiche, gruppi di persone o persone fisiche rappresentate da un'altra persona fisica, su cosa dovrebbe essere oggetto della valutazione dell'adeguatezza, su come la valutazione dell'adeguatezza sarà effettuata nella pratica e sul possibile impatto che ciò potrebbe avere per i clienti interessati, conformemente alla politica attuale. In generale si guarda il quadro giuridico nazionale applicabile per indicazioni specifiche da prendere in considerazione ai fini della valutazione dell'adeguatezza (capacità giuridica o minore età).

Per le situazioni in cui il cliente è un **gruppo** di due o più

persone fisiche e non è previsto alcun rappresentante che sia autorizzato a effettuare operazioni per conto del cliente sottostante, la politica dell'impresa dovrebbe individuare da chi saranno raccolte le informazioni necessarie. Se il gruppo di due o più persone fisiche accetta di designare un rappresentante, la designazione dovrebbe essere effettuata per iscritto, nel rispetto della legislazione nazionale applicabile. L'impresa dovrebbe adottare l'approccio più prudente tenendo conto, quindi, delle informazioni sulla persona in possesso delle conoscenze e dell'esperienza di livello più basso, della situazione finanziaria più debole o degli obiettivi di investimento più prudenziali. Quando invece un'impresa decide di raccogliere informazioni e valutare l'adeguatezza per ogni singolo cliente del gruppo, dovrebbe specificare chiaramente come gestirà questo tipo di situazioni e qui, adottare l'approccio più prudente.

Orientamento generale VII, VIII: Disposizioni necessarie a comprendere l'adeguatezza di un prodotto di investimento

Le imprese dovrebbero adottare procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche, compresi fattori di sostenibilità, e i fattori di rischio pertinenti di ciascun prodotto di investimento che possono raccomandare o nel quale possono investire per conto dei clienti.

Quando prendono in considerazione i fattori di sostenibilità dei prodotti al fine di abbinarli successivamente alle preferenze di sostenibilità del cliente le imprese dovrebbero raggrupparli in base a: quota investita in attività economiche considerate ecosostenibili; quota di investimenti sostenibili; presa in considerazione dei principali effetti negativi. Nel caso in cui un'impresa intenda raccomandare un prodotto che non soddisfa le preferenze di sostenibilità iniziali del cliente nel contesto della consulenza in materia di investimenti, l'impresa può raccomandare detto prodotto soltanto dopo che il cliente abbia adeguato le proprie

preferenze di sostenibilità. Se il cliente adegua le preferenze di sostenibilità dopo la valutazione iniziale dell'adeguatezza, le imprese dovrebbero valutare l'impatto di tale modifica e stabilire se ciò determini un ribilanciamento del portafoglio. Prodotti più complessi con caratteristiche particolari possono richiedere processi di analisi più dettagliati.

Le imprese dovrebbero essere particolarmente prudenti per quanto riguarda il **rischio di credito**: sarebbe opportuno valutare in particolare l'esposizione del portafoglio del cliente a un unico emittente o a emittenti appartenenti allo stesso gruppo. Se, infatti, il portafoglio di un cliente è concentrato in prodotti emessi da un'unica entità (o da diverse entità dello stesso gruppo), in caso di insolvenza di tale entità il cliente può perdere fino all'intero investimento.

Orientamento generale IX, X: Analisi di costi e benefici di prodotti equivalenti e del passaggio ad altri investimenti

Prima che un'impresa prenda una decisione sul prodotto di investimento da raccomandare o su cui investire nel portafoglio gestito per conto del cliente, è opportuno che venga effettuata una valutazione approfondita delle possibili alternative di investimento, tenendo conto dei costi e della complessità dei prodotti. Se un'impresa utilizza strategie di portafoglio comuni o proposte di investimento tipo che si applicano a diversi clienti con lo stesso profilo di investimento (secondo quanto stabilito dall'impresa), la valutazione dei costi e della complessità dei prodotti equivalenti potrebbe essere effettuata a un livello più elevato, vale a dire a livello centrale (ad esempio all'interno di un comitato per gli investimenti o di un altro comitato che definisca strategie di portafoglio comuni o proposte di investimenti tipo). Le imprese comunque dovrebbero essere in grado di giustificare le situazioni in cui un prodotto più costoso o complesso viene scelto o raccomandato

al posto di un prodotto equivalente. Le imprese dovrebbero disporre di politiche e procedure adeguate per garantire che venga effettuata un'analisi dei costi e dei benefici di un passaggio ad altri investimenti affinché esse possano ragionevolmente dimostrare che i benefici attesi di tale cambiamento sono superiori ai costi. Se un'impresa utilizza strategie di portafoglio comuni o proposte di investimento tipo che si applicano a diversi clienti con lo stesso profilo di investimento (secondo quanto determinato dall'impresa), l'analisi costi/benefici di un passaggio ad altri investimenti potrebbe essere effettuata a un livello superiore rispetto a quello di ogni singolo cliente o di ogni singola operazione. Qualora invece un gestore di portafoglio abbia concordato con un cliente un mandato e una strategia di investimento più personalizzati per soddisfare le specifiche esigenze di investimento del cliente, sarebbe più opportuna un'analisi costi/benefici del cambiamento a livello del cliente.

Orientamento generale XI, XII: Qualifiche del personale dell'impresa e conservazione della documentazione

Le imprese sono tenute a garantire che il personale coinvolto in aspetti rilevanti del processo di adeguatezza possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze. Questo vale anche per quanto riguarda l'utilizzo di algoritmi e strumenti automatizzati. Gli altri membri del personale che non interagiscono direttamente con i clienti, ma che sono coinvolti nella valutazione dell'adeguatezza in altro modo devono comunque possedere le capacità, le conoscenze e le competenze necessarie a seconda del ruolo specifico che svolgono nel processo di determinazione dell'adeguatezza.

Le imprese dovrebbero per lo meno: implementare procedure adeguate per l'acquisizione e la conservazione della documentazione che risultino ordinate e trasparenti con riferimento alla valutazione dell'adeguatezza, compresa la raccolta di informazioni presso il cliente; garantire che le procedure in materia di acquisizione della documentazione

siano studiate per consentire la rilevazione di errori; garantire che la documentazione conservata, comprese le relazioni sull'adeguatezza fornite ai clienti, sia accessibile alle persone interessate nell'impresa e alle autorità competenti; disporre di adeguati processi per l'attenuazione di eventuali lacune o limiti delle procedure in materia di conservazione della documentazione.

CONCLUSIONI

L'ESMA ritiene che con il tramite dei benefici derivanti dalla migliore efficacia dei dispositivi di governance dei prodotti delle imprese, verrà raggiunto un maggior livello di armonizzazione nell'interpretazione e nell'applicazione dei requisiti di governance dei prodotti negli Stati membri e verrà ridotto ulteriormente il rischio di interpretazioni divergenti che potrebbero portare a discrepanze nell'applicazione e nella supervisione della normativa e dei requisiti pertinenti nei vari Stati membri.

Tra gli aspetti maggiormente rilevanti:

- la conoscenza del cliente: le informazioni dovrebbero riguardare la conoscenza, l'esperienza e la situazione finanziaria (compresa la capacità di sostenere perdite) nonché gli obiettivi di investimento (compresa la loro tolleranza al rischio) di ogni cliente. Senza tali informazioni, le imprese non possono fornire ai clienti servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione del portafoglio. Dovrebbe essere garantito che le domande rivolte ai clienti siano sufficientemente specifiche e che possano essere comprese correttamente. Sempre connesso a ciò le imprese dovrebbero adottare misure ragionevoli e disporre di strumenti idonei a garantire che le informazioni raccolte sui loro clienti siano affidabili e coerenti, senza basarsi indebitamente sull'autovalutazione dei clienti ma basandosi invece su

criteri oggettivi

- preferenze di sostenibilità: quando si prendono in considerazione i fattori di sostenibilità dei prodotti al fine di abbinarli successivamente alle preferenze di sostenibilità del cliente le imprese dovrebbero raggrupparli in base a: quota investita in attività economiche considerate ecosostenibili; quota di investimenti sostenibili; presa in considerazione dei principali effetti negativi. Eventuali ribilanciamenti e conseguenze sul portafoglio dettati da preferenze di sostenibilità devono essere considerati dall'impresa
- prodotti equivalenti e investimenti alternativi: prima che un'impresa prenda una decisione sul prodotto di investimento da raccomandare o su cui investire nel portafoglio gestito per conto del cliente, dovrebbe effettuata una valutazione approfondita delle possibili alternative di investimento, tenendo conto dei costi e della complessità dei prodotti. Questa analisi dovrebbe essere effettuata a un livello superiore se l'impresa utilizza strategie di portafoglio comuni o al livello del cliente se l'impresa utilizza una strategia di investimento personalizzata sulle sue specifiche esigenze.

Alessio Buonfrate (Associate **Carlino, Costanzo & Associati**)
Federico Borio (Junior Consultant **Carlino, Costanzo & Associati**)