

**“Conoscere l’investitore:  
la rilevazione della tolleranza al rischio finanziario”**

## **La valutazione dell’adeguatezza secondo le Linee guida dell’ESMA**

**Tiziana TOGNA**

**Responsabile della Divisione Intermediari**

---

*Roma, 23 novembre 2012*

# TEMI TRATTATI

- ❑ Il contesto normativo di riferimento e la c.d. *suitability rule*
- ❑ Le Linee guida emanate dall'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID:
  - l'ambito di applicazione delle *guidelines* dell'ESMA
  - i principali contenuti degli Orientamenti dell'ESMA
- ❑ Conclusioni: l'impatto delle Linee guida dell'ESMA alla luce degli orientamenti già maturati in ambito nazionale

# Il contesto normativo di riferimento e la c.d. *suitability rule*

# La disciplina comunitaria

## MiFID

**(Market in Financial Instruments Directive)**

**Direttiva di “livello 1”: 2004/39**

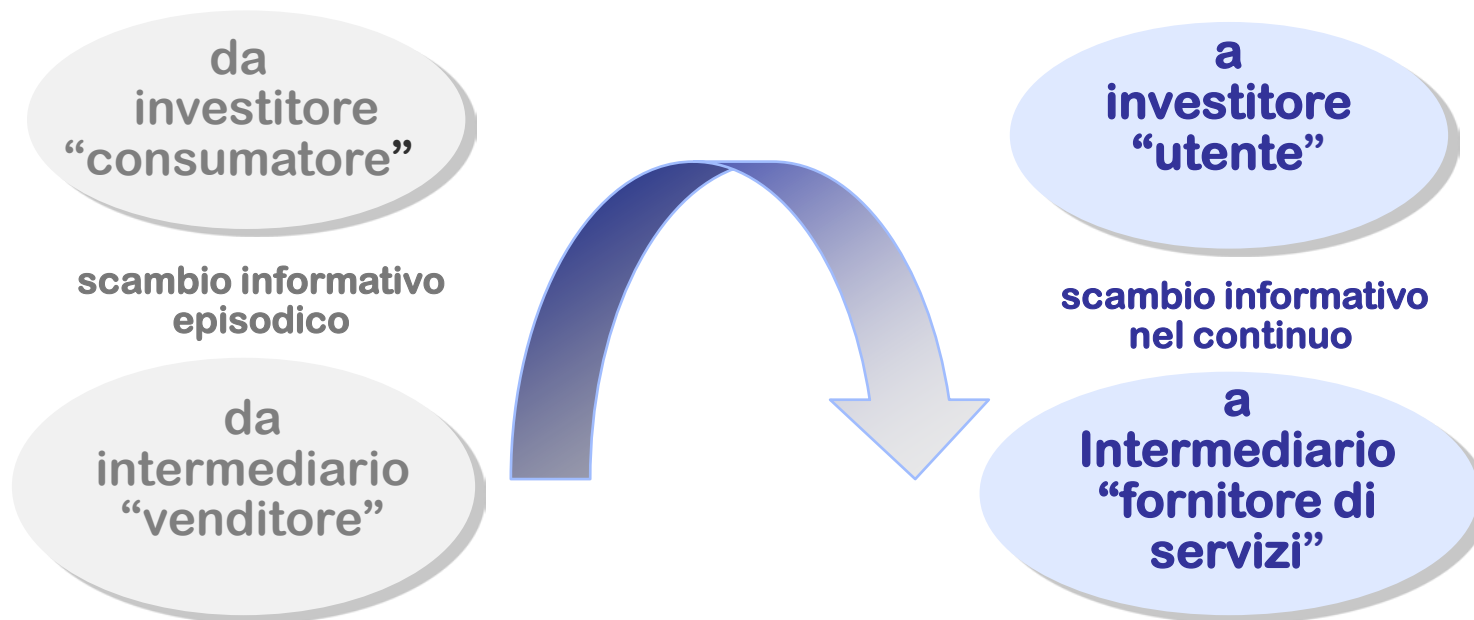


**Misure di “esecuzione”**

**Direttiva di “livello 2”:  
2006/73**

**Regolamento “livello 2”:  
2006/1287**

# Il modello relazionale di servizio: la centralità della posizione del cliente e il ruolo dell'intermediario



Nel quadro disegnato dalla MiFID, l'intermediario assume un ruolo di **"filtro"** tra il cliente e le diverse soluzioni di investimento disponibili, dovendo:

- **convogliare accurate informazioni per l'accesso ai mercati/prodotti di investimento**
- **fornire la propria assistenza e diligenza professionale nel perdurare della relazione "di servizio" con l'investitore**

## Le “regole” che governano il rapporto intermediario/cliente

*Know your customer rule*



Comprensione delle caratteristiche e dei bisogni della clientela

*Know your merchandise rule*



Conoscenza dei prodotti e dei servizi messi a disposizione della clientela

quali presupposti sostanziali in grado di consentire all'intermediario il corretto adempimento degli obblighi di informativa nei confronti degli investitori e di valutazione delle relative scelte di investimento previsti dalla normativa

## La “modularità” dei servizi di investimento: la diversa articolazione delle condotte in relazione al tipo di servizio prestato ed ai livelli di tutela accordati dalla disciplina

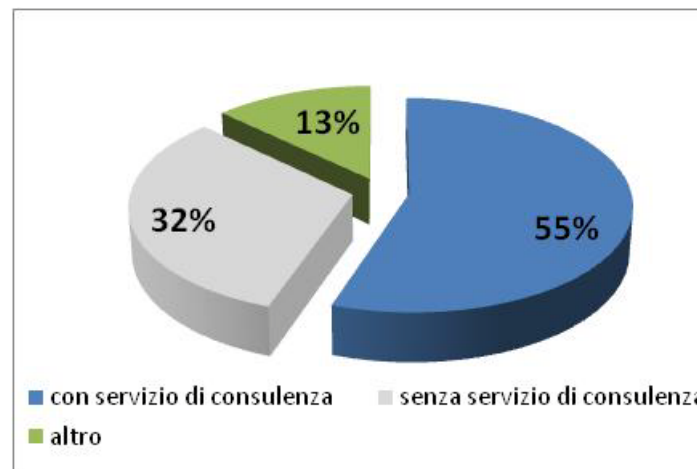
Servizio interessato	Valutazione
<ul style="list-style-type: none"><li>❑ Consulenza in materia di investimenti</li><li>❑ Gestione di portafogli</li></ul>	Adeguatezza
<ul style="list-style-type: none"><li>❑ Negoziazione</li><li>❑ Ricezione di ordini</li><li>❑ Collocamento</li></ul>	Appropriatezza
<ul style="list-style-type: none"><li>❑ Negoziazione e ricezione di ordini in “<i>execution only</i>”</li></ul>	Non richiesta

# Il contesto di mercato dei servizi di investimento ....

## ➤ Risparmio amministrato

RISPARMIO AMMINISTRATO RETAIL*		
Dati di stock al 30/06/2012	Volumi	Percentuale (%)
con servizio di consulenza	€ 639.819.511.089	55%
senza servizio di consulenza**	€ 367.579.269.720	32%
altro	€ 149.785.886.957	13%
<b>TOTALE</b>	<b>€ 1.115.184.667.766</b>	<b>100%</b>

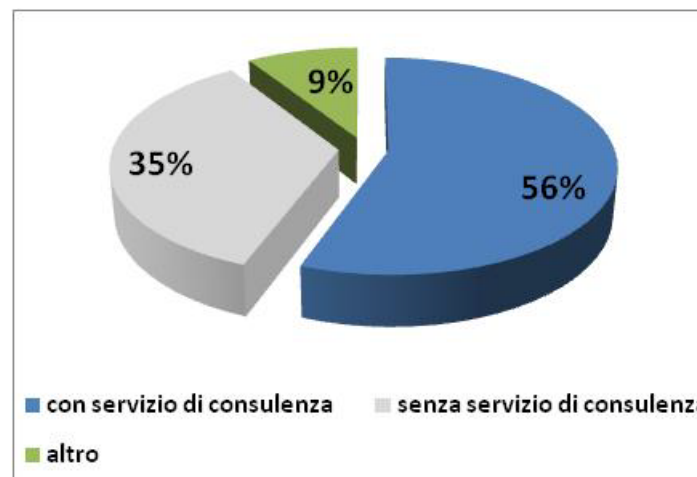
\*Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza  
 \*\* Con valutazione di appropriatezza



## ➤ Volumi collocati

COLLOCAMENTO - clientela retail*		
Dati 1° semestre 2012	Volumi	Percentuale (%)
con servizio di consulenza	€ 49.324.279.055	56%
senza servizio di consulenza**	€ 31.456.706.240	35%
altro	€ 8.176.360.166	9%
<b>TOTALE</b>	<b>€ 88.957.345.461</b>	<b>100%</b>

\*Fonte: elaborazioni su segnalazioni statistiche di vigilanza  
 \*\* Con valutazione di appropriatezza





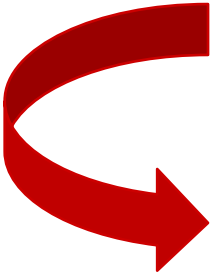
**... e la rilevanza della valutazione  
dell'adeguatezza degli investimenti per gli  
operatori nazionali**

*Prevalente orientamento all'abbinamento sistematico  
della consulenza ai  
servizi esecutivi e/o distributivi*

**Necessità per gli intermediari di fornire  
un giudizio circa l'effettiva congruità degli investimenti  
al profilo dei clienti**

# La centralità del processo di acquisizione delle informazioni sulla clientela

La conoscenza del cliente come *driver* delle condotte



Necessità per gli intermediari di implementare gli strumenti più idonei alla rilevazione del complesso delle caratteristiche afferenti ai propri clienti, al fine di meglio disegnarne il profilo di investimento e, per tale via, condurre effettive valutazioni di adeguatezza delle operazioni

L'importanza della collaborazione dei clienti a fornire le informazioni richieste

# **Le Linee guida emanate dall'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID**

## Tempistica



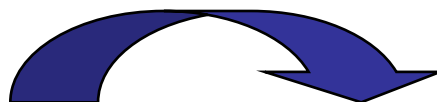
# Orientamenti interpretativi

(art. 16 del Regolamento 1095/2010/EU)

Regole di  
“adeguatezza”

Interpretazione delle  
regole vigenti

Astrattezza e  
generalità delle  
norme



Linee guida  
ESMA

Specificità e  
concretezza delle  
condotte

**Esigenze di certezza applicativa**

# L'ambito di applicazione delle *guidelines* dell'ESMA

## ❑ **Norme rilevanti**

- **Art. 19 Direttiva 2004/39/CE (MiFID)**
- **Artt. 35 e 37 Direttiva 2006/73/CE (Direttiva livello II)**

## ❑ **Servizi interessati**

- **Consulenza in materia di investimenti**
- **Gestione di portafogli**

## ❑ **Clientela di riferimento**

- **Clienti al dettaglio**
- **Clienti professionali**

# I principali contenuti degli Orientamenti dell'ESMA



**“La valutazione di adeguatezza *rientra nella responsabilità dell’impresa di investimento* [la quale] dovrebbe evitare di dare l’impressione che sia il cliente a decidere l’adeguatezza dell’investimento o a stabilire gli strumenti finanziari adeguati al suo profilo di rischio”.**

**(guideline n. 1, par. 17)**



**Necessità per gli intermediari di adottare (e aggiornare) le procedure più idonee alla corretta rilevazione delle:**

- **caratteristiche degli strumenti finanziari trattati**
- **caratteristiche della clientela servita**

## Il processo di classificazione degli strumenti finanziari

Le imprese di investimento sono tenute a **“conoscere i prodotti che offrono** [dovendo attuare] **politiche e procedure volte a garantire la raccomandazione di investimenti o l’esecuzione di tali investimenti per conto dei clienti, solo se l’impresa comprende le caratteristiche del prodotto o dello strumento in questione”**

*(guideline n. 2, par. 24)*



Necessità per gli intermediari di implementare metodologie che assicurino la comprensione della morfologia degli strumenti finanziari trattati e la corretta valorizzazione delle relative specificità

# Le modalità di acquisizione delle informazioni sulla clientela [1]

Le imprese di investimento “*devono applicare politiche e procedure che consentano loro di **raccogliere e valutare** tutte le informazioni necessarie al fine di effettuare una valutazione dell’adeguatezza per ciascun cliente. Le imprese, ad esempio, possono utilizzare **questionari** compilati dai loro clienti o durante discussioni con loro*”

*(guideline n. 2, par. 20)*

Le imprese di investimento sono tenute ad “*adottare misure ragionevoli per garantire che le informazioni raccolte sui clienti s[iano] **affidabili**. In particolare, le imprese dovrebbero: (a) **non fare indebitamente affidamento sulle autovalutazioni dei clienti in relazione alle loro conoscenze, esperienze e situazione finanziaria**; (b) **garantire che siano opportunamente studiati tutti gli strumenti impiegati nel processo di valutazione dell’adeguatezza (ad esempio, domande non formulate in modo da condurre il cliente verso un tipo di investimento specifico)**; (c) **adottare misure per garantire la coerenza delle informazioni sui clienti**”*

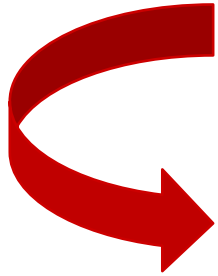
*(guideline n. 5, par. 41)*

Necessità di adottare gli strumenti più idonei alla corretta rilevazione delle caratteristiche della clientela, implementando presidi *ad hoc* in grado di assicurare l’attendibilità dei dati raccolti ed il relativo aggiornamento

## Il processo di classificazione della clientela [2]



## Strumenti finanziari complessi e/o rischiosi



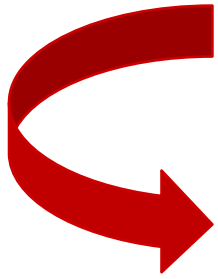
Le imprese di investimento “*dovrebbero valutare attentamente la necessità di raccogliere **informazioni più approfondite** sul cliente rispetto alle informazioni che raccoglierebbero in caso di strumenti meno complessi o rischiosi. In tal modo, le imprese possono valutare la capacità del cliente di comprendere e sostenere finanziariamente i rischi connessi a tali strumenti*”

*(guideline n. 4, par. 33)*



A tal fine, l’impresa potrebbe utilmente sottoporre ai clienti “*esempi illustrativi della portata delle perdite*” che potrebbero sorgere a seconda del livello di rischio assunto, valutando la risposta degli investitori a “*tali scenari*”

## Strumenti finanziari illiquidi



- ❑ identificazione preventiva delle categorie di prodotti considerati “illiquidi”, anche alla luce degli orientamenti emanati in materia dalle Autorità competenti
- ❑ considerazione delle esigenze del cliente, rilevate nell’ambito della fase di profilatura
- ❑ valorizzazione del parametro relativo all’*holding period*

# Le modalità per l'effettuazione della valutazione di adeguatezza

L'impresa di investimento “*dovrebbe definire politiche interne e procedure che, tra l'altro, le consentano di garantire che:*

- a) i servizi di consulenza e gestione di portafogli prestati al cliente tengano conto di un **adeguato livello di diversificazione del rischio;***
- b) il cliente abbia una **comprensione adeguata del rapporto tra il rischio e il rendimento, ovvero della fisiologica bassa remunerazione degli investimenti privi di rischio, dell'incidenza dell'orizzonte temporale su tale rapporto e dell'impatto dei costi sui propri investimenti;***
- c) la situazione finanziaria del cliente possa **finanziare gli investimenti e il cliente possa sostenere eventuali perdite derivanti dagli investimenti;***
- d) tutte le raccomandazioni personali o le operazioni effettuate nel corso della prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, in caso di prodotti illiquidi, tengano conto del **periodo di tempo per cui il cliente è disposto a conservare l'investimento;***
- e) eventuali **conflitti di interesse non influiscano negativamente sulla qualità della valutazione dell'adeguatezza”***

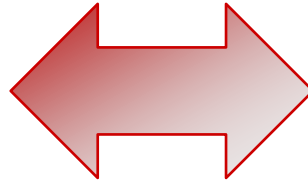
*(guideline n. 8, par. 60)*

# **Conclusioni: l'impatto delle Linee guida dell'ESMA alla luce degli orientamenti già maturati in ambito nazionale**



## Valutazione di adeguatezza

Considerazione degli effettivi bisogni della clientela



Necessità di conoscere gli strumenti finanziari

Interpretazione in linea con le indicazioni già rese dalla Consob in sede di:

- emanazione del Regolamento n.16190/2007 (*cfr.*, in particolare, “*Prime linee di indirizzo in tema di consulenza*” e di “*conoscenza del cliente e valutazione dell’ adeguatezza*” - Esiti della consultazione);
- elaborazione delle misure di “livello 3” (*cfr.* Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di distribuzione di titoli illiquidi ove è stato, in particolare, chiarito che “*il processo di valutazione dell’adeguatezza [deve] prevedere l’utilizzo di una pluralità di variabili afferenti, da un lato, alle caratteristiche del cliente e, dall’altro, a quelle del prodotto*”);
- validazione delle Linee guida delle Associazioni degli intermediari (*cfr.*, in particolare, Linee guida predisposte da Assogestioni in materia di “Adeguatezza/appropriatezza”)

# Alcune considerazioni di vigilanza sulla concreta applicazione della regola di “adeguatezza” [1]

Gli operatori nazionali risultano già da tempo sensibilizzati e impegnati nella definizione di modelli di *business* volti ad assicurare il rispetto sostanziale della *ratio* della normativa



- ❑ maggior enfasi sull’approccio “di servizio”, con coerente declinazione delle principali leve gestionali (politiche commerciali e di incentivazione del personale, anche alla luce delle previsioni suggerite nell’ambito del processo di revisione della disciplina MiFID attualmente in corso)
- ❑ più rigoroso processo di mappatura degli strumenti finanziari

## Alcune considerazioni di vigilanza sulla concreta applicazione della regola di “adeguatezza” [2]

- ❑ maggiore e più approfondita conoscenza del cliente, avuto riguardo ai suoi bisogni e caratteristiche specifiche:
  - censimento degli investitori secondo logiche non “elementari” (attraverso, ad es., l’utilizzo di sistemi di *customer relationship management*)
  - autonoma considerazione del parametro dell’*holding period*
  - indagine conoscitiva strutturata sulla base di domande e contenuti chiari, precisi e non equivoci
- ❑ più accurata informativa alla clientela in merito ai processi sottesi alla valutazione degli investimenti, anche con riferimento agli eventuali costi diretti ed indiretti per i clienti
- ❑ migliore definizione degli assetti procedurali per il corretto adempimento degli obblighi informativi nei confronti della clientela e per lo svolgimento di un’effettiva valutazione della coerenza delle operazioni in relazione alle esigenze degli investitori