

COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO E DEGLI INVESTITORI

Considerazioni in merito alla consultazione dell'ESMA su aspetti connessi alla protezione degli investitori al dettaglio.

Il Comitato ha preso in esame il documento di consultazione proposto dall'ESMA concernente alcuni aspetti relativi alla tutela degli investitori al dettaglio (Documento di consultazione del 01.10.2021) avvalendosi del gruppo di lavoro " *Mercati degli strumenti finanziari e tutela degli investitori* ".

La consultazione affronta diverse tematiche relative alla protezione degli investitori al dettaglio che, in sintesi, possono essere suddivise in cinque macroaree tematiche:

- 1) Informativa: identificazione di eventuali sovrapposizioni, lacune e incongruenze significative nella legislazione sulla protezione degli investitori che potrebbero avere un effetto dannoso sugli investitori stessi. In particolare, Esma chiede un parere su come funzionano le regole dell'informativa precontrattuale dal punto di vista dell'investitore al dettaglio: se i consumatori possono fare scelte informate, se c'è il rischio di sovraccarico di informazioni, se le informazioni sono eccessivamente complesse.
- 2) Informativa digitale: valutazione di come informativa e comunicazioni regolamentari possano funzionare al meglio per i consumatori nell'era digitale, con una serie di opzioni su come adattare le norme esistenti al nuovo contesto. Identificazione degli interventi finalizzati ad assicurare coerenza di approccio nella fornitura tramite supporti digitali dell'informativa precontrattuale e periodica prevista dalle diverse normative.
- 3) Strumenti e canali digitali: valutazione dei rischi e delle opportunità – per gli investitori al dettaglio – derivanti dalla crescente disponibilità di strumenti digitali e dai maggiori livelli di partecipazione diretta degli investitori tramite piattaforme di trading online e/o roboadvisor.
- 4) Broker online e ruolo dei social media: diffusione su internet di informazioni che possono influenzare le scelte degli investitori al dettaglio, valutazione dell'impatto dei social media sugli investitori retail, con uno specifico riferimento che viene fatto al caso GameStop.
- 5) Finanza aperta, ovvero la possibilità di rendere accessibili a più operatori i dati in possesso di singoli intermediari relativi ai propri clienti: in questo contesto si domanda fino a che punto le catene del valore debbano essere aperte, condividendo dati specifici sugli investitori tra società di investimento e fornitori terzi.

1) L'informativa.

L'esperienza complessiva di attuazione delle norme poste a tutela degli investitori (quali MiFID/MiFIR e il Regolamento PRIIPs) ha accresciuto la trasparenza informativa sui prodotti di investimento e sui servizi prestati in relazione agli investimenti. Tuttavia, sono emerse alcune duplicazioni e/o ridondanze di informazioni previste dalle diverse normative, che non risultano appieno coordinate tra di loro. L'obiettivo di rendere i clienti al dettaglio più consapevoli dei propri investimenti richiede di valutare le possibili semplificazioni utili a rendere maggiormente comprensibile e dunque efficace l'informativa da fornire agli investitori.

In Italia tale situazione è aggravata da un livello di conoscenza finanziaria dei risparmiatori spesso non adeguato ad assumere decisioni di investimento consapevoli in autonomia; tale problematica potrebbe peraltro trovare mitigazione, quantomeno parzialmente, con l'intervento consulenziale di un intermediario operato in un'ottica di portafoglio e su una prospettiva temporale continuativa.

Al fine di migliorare l'educazione finanziaria si pone innanzitutto l'opportunità di introdurre le nozioni di base di finanza durante il percorso scolastico. Per quanto tale processo di educazione finanziaria richiederà senza dubbio tempi non brevi, per le ragioni di cui sopra, si ritiene che nel frattempo tale gap non possa essere colmato introducendo ulteriori obblighi informativi in capo

all'intermediario, il cui costo andrebbe fondamentalmente a gravare sulla clientela, senza alcun beneficio tangibile.

Si aggiunga il fatto che, nell'attuale contesto di bassi tassi di interesse, i suddetti investitori poco qualificati (tra l'altro sprovvisti di un'adeguata percezione del rischio) sono naturalmente portati, ove non assistiti da un consulente, a investire in prodotti più rischiosi, in ragione delle più elevate prospettive di rendimento da questi offerte. Questa situazione è amplificata da una diminuzione dell'offerta di obbligazioni plain vanilla da parte degli emittenti/produttori, che sono talora indotti a etichettare tali strumenti come "professional only" per evitare di conformarsi agli onerosi obblighi del KID.

Appare utile coordinare l'art. 48 del Regolamento delegato 2017/565, che fornisce indicazioni circa l'informativa dovuta dagli intermediari ai clienti in merito agli strumenti finanziari e che non contiene alcun riferimento al KID dei PRIIPs, e la normativa PRIIPs, che obbliga gli intermediari a consegnare il KID ai clienti al dettaglio prima di qualsiasi operazione di investimento in PRIIPs. La soluzione ottimale sarebbe integrare l'art. 48 prevedendo che laddove esista un KID, gli obblighi informativi degli intermediari sono soddisfatti tramite la consegna del KID.

Dal punto di vista degli intermediari appare utile: i) superare l'obbligo di fornire in via preliminare l'impatto del totale dei costi e oneri sulla redditività dell'investimento, in considerazione del fatto che non esiste un unico possibile rendimento, che lo stesso KID dei PRIIPs fornisce in realtà quattro possibili scenari di rendimento, che sono gli emittenti (produttori dei KID) e non gli intermediari distributori i detentori delle informazioni sull'andamento prospettico dei prodotti di investimento; ii) laddove esista un KID dei PRIIPs che fornisce anche informazioni sui costi del prodotto, valutare la possibilità di circoscrivere i doveri informativi preliminari a carico degli intermediari alle sole componenti di costo non fornite dal KID (costo dei servizi prestati dagli intermediari e incentivi).

Occorre coordinare la nuova norma MiFID II sull'informativa elettronica introdotta dalla Direttiva Quick Fix con le preesistenti norme di secondo livello della MiFID II, che definiscono i criteri per fornire l'informativa ai clienti in formato non cartaceo, al fine di chiarire il complessivo nuovo contesto normativo di riferimento per gli intermediari;

Sul tema dell'uniformità fra la MiFID II e la IDD, si segnala un differente regime dell'informativa ex post nelle due direttive. Il framework MiFID II prevede infatti un livello più dettagliato di disclosure (art. 50 del Regolamento delegato UE 2017/565), mentre quello IDD non fornisce alcuna indicazione di dettaglio. Tale disallineamento normativo può determinare criticità operative e gestionali, lasciando aperta la possibilità che si realizzino livelli di implementazione non omogenei tra i Paesi UE che, come la stessa Esma riconosce, possono andare a detrimento dell'interesse degli investitori. Sul punto si auspica pertanto un pieno allineamento tra MiFID II e IDD, al fine di assicurare omogeneità tra l'informativa ex post fornita dagli intermediari distributori e quella fornita dalle Compagnie di Assicurazione in modo da ottenere due ordini di effetti positivi: da un lato, gli investitori riceverebbero un'informativa complessiva ed omogenea per i portafogli di investimento composti sia da strumenti finanziari che IBIPs; dall'altro lato, i distributori adotterebbero metodologie omogenee per il calcolo dei costi degli uni e degli altri prodotti finanziari, e quindi predisporrebbero l'informativa da rendere ai clienti attraverso un processo unitario, con risparmi di costi. Un'analoga esigenza di allineamento sembra avvertita anche dall'Europa nel documento di consultazione sulla retail investor protection dello scorso 28 gennaio (Ref. BoS-22-20) a

Sullo specifico tema dell'adeguatezza ESG, in primo luogo si sottolinea che appare necessario coordinare l'informativa contenuta nel KID dei PRIIPs per quanto attiene agli aspetti relativi all'eventuale considerazione degli aspetti di sostenibilità, con il nuovo documento che dovrebbe a breve essere definito dal Regolamento delegato di attuazione del Regolamento sull'informativa in

materia di sostenibilità dei servizi finanziari (c.d. SFDR), recante informazioni specifiche sui prodotti finanziari aventi caratteristiche e/o obiettivi sostenibili.

In secondo luogo, nell'attuale fase di prima sperimentazione della normativa ESG si rappresenta l'esigenza di attribuire agli intermediari margini adeguati di discrezionalità nel recepire le preferenze ESG degli investitori all'interno del processo di adeguatezza, considerato anche il diverso ambito di applicazione della MiFID II rispetto a quello dell'SFDR e del Regolamento Tassonomia. In particolare:

- dovrebbe essere assicurata la piena autonomia dell'intermediario nella raccolta e nella valutazione delle preferenze del cliente in materia di sostenibilità anche in relazione al livello di granularità delle relative informazioni, e in generale nel trovare soluzioni operative che tengano conto delle specificità dei vari modelli di consulenza e delle metriche di adeguatezza adottate;
- dovrebbe essere assicurata la possibilità per l'intermediario di valutare le preferenze di sostenibilità all'interno dell'adeguatezza di portafoglio e non necessariamente secondo una logica di prodotto;
- dovrebbe essere garantita la possibilità di continuare a raccomandare – con la dovuta trasparenza – prodotti che in sé non soddisfino le preferenze di sostenibilità del cliente e, viceversa, prodotti ESG a clienti che non abbiano espresso tali preferenze di sostenibilità.

Si accolgono favorevolmente le considerazioni formulate dall'Esma nel documento di consultazione recante modifiche ed integrazioni alle Linee Guida del 2018 in materia di adeguatezza, che sembrano andare nella direzione sopra indicata (Ref. ESMA 35-43-2998 del 27 gennaio 2022). Si rappresenta in ogni caso la necessità di declinare meglio le stesse anche in caso di adeguatezza di portafoglio.

2) L'informativa digitale.

Si rileva che sarebbe opportuno sistematizzare i vari principi rivenienti da diverse regolamentazioni europee e interazionali di supporto all'informativa digitalizzata (illustrati sinteticamente nel documento di consultazione dell'ESMA) nell'ambito di appositi Orientamenti dell'ESMA, senza tuttavia modificare le previsioni della MiFID II di primo e secondo livello.

Sul tema della supervisione dei canali informativi digitali è importante che venga assicurato il principio della neutralità tecnologica e il level playing field tra i diversi soggetti autorizzati a prestare servizi di investimento e altri soggetti che diffondono informazioni tramite canali digitali.

La diffusione di informazioni digitali attraverso strumenti interattivi, infografiche e contenuti video potrebbe risultare più immediata e coinvolgente per la clientela, raggiungendo lo scopo divulgativo in modo più efficiente. Tuttavia, è importante che:

- le informazioni chiave siano visualizzate in modo chiaro rispetto al resto delle informazioni fornite;
- il formato delle informazioni sia adatto a diversi tipi di dispositivi;
- per l'accesso a informazioni supplementari vengano utilizzati collegamenti ipertestuali che non consentano, tuttavia, collegamenti "a cascata";
- non sia possibile concludere i contratti finché l'investitore non abbia letto il documento fino al termine.

Anche i regulators dovrebbero essere dotati di adeguate skill IT e tool tecnologici per vigilare sui social media che forniscono informazioni finanziarie al grande pubblico o nell'ambito di forum dedicati.

Infine, si sottolinea la rilevanza di garantire l'effettiva applicazione della Direttiva n.338/2021 che, fra l'altro, ha modificato l'art. 24 della direttiva 2014/65/UE, inserendo nuovi paragrafi n.4 (che tutela il cliente in caso di acquisti di uno strumento finanziario effettuato usando mezzi di comunicazione a distanza) e n.5bis (che fissa le regole per l'informativa in formato digitale, laddove il cliente retail abbia optato per tale scelta).

3) Strumenti e canali digitali.

Rispetto a tali strumenti, nella valutazione dei rischi e delle opportunità per gli investitori al dettaglio, si segnala la possibilità che siano usati da taluni operatori per proporre una pubblicità “spinta” o addirittura ingannevole. Paradigmatica in tal senso appare la vicenda delle criptovalute, che dimostra l’urgenza di varare e dare efficacia legislativa al regolamento Micar.

Rispetto al rischio di un marketing digitale aggressivo e talvolta ingannevole si condivide il suggerimento della IOSCO che con una consultazione dell’inizio di febbraio 2022 ha proposto che i vertici societari si assumano la responsabilità dell’accuratezza delle informazioni fornite a potenziali investitori per conto dell’azienda, comprese quelle veicolate su vari canali di social media, anche tramite gli influencer: tanto per sopperire all’oggettiva difficoltà delle autorità di vigilanza nazionali di controllare una mole enorme di informazioni.

Fermo restando che la tecnologia, attraverso le piattaforme digitali, consente a società diverse che vendono prodotti e servizi diversi – finanziari e non – di operare insieme. Questo sviluppo apre nuove opportunità per i consumatori ma anche nuovi tipi di rischi, rispetto ai quali appaiono condivisibili le raccomandazioni che il 7 febbraio le ESAs hanno pubblicato, tese a rafforzare la protezione dei risparmiatori non solo in tema di informativa ma anche di reclami post -vendita, nonché di vendita scorretta di prodotti abbinati o raggruppati ed infine un maggior controllo sui gruppi c.d. “misti” (che offrono servizi finanziari e non, con piattaforme e dati condivisi).

Sul tema specifico del robo-advice, si segnala che in Italia il fenomeno della consulenza automatizzata non ha ancora preso piede in maniera generalizzata, ma che invece il c.d. robo-for-advice si sta diffondendo sul mercato, in quanto in grado di migliorare la relazione tra cliente e consulente. L’attuale quadro regolamentare MIFID appare adeguato (vista anche la limitatezza del fenomeno) e non richiede particolari modifiche, se non qualche aggiustamento a livello degli Orientamenti ESMA sulla valutazione di adeguatezza al fine di facilitare la loro applicabilità alla interazione digitale. Non risulta agli operatori un “crescente” interesse da parte degli investitori al dettaglio a ricevere consulenza sugli investimenti attraverso mezzi semi-automatici come il robo-advice. L’uso limitato di tale tipo di servizio potrebbe essere ricondotto al basso livello di cultura digitale e alla maggiore fiducia riposta dagli investitori nell’interazione umana.

4) Broker online e ruolo dei social media.

In via preliminare, si condividono le analisi circa i rischi e le opportunità connesse alle nuove piattaforme digitali fornite dalla stessa ESMA in apposito documento (c.d. statement) pubblicato a luglio 2021; quanto alla necessità di apportare eventuali cambiamenti al framework regolamentare, si segnala che gli online-broker sono soggetti che prestano un servizio di investimento e che come tali sono già assoggettati alla normativa in tema di investor protection, la quale appare già adeguata e completa, a prescindere dalla modalità con cui i servizi di investimento sono forniti (tradizionale o digitale).

Appare indispensabile rafforzare il controllo sulla disseminazione di informazioni su internet tramite i social media in grado di incidere sulle scelte di investimento degli investitori al dettaglio, al fine di assicurarne la correttezza e l’assoggettamento alla normativa sugli abusi di mercato e più in generale assicurare il level playing field tra tutti i soggetti (vigilati e non) in merito alle condizioni che devono osservate nella fornitura di informazioni sugli strumenti finanziari. In alcuni casi, peraltro, i messaggi che invitano ad acquistare o vendere strumenti finanziari specifici hanno caratteristiche molto simili a quelle di un’offerta pubblica o possono compromettere l’integrità del mercato. In tutte queste circostanze, occorre ovviamente valutare, tra l’altro, se i relativi comportamenti possano implicare lo svolgimento di attività regolamentate/vigilate, soggette a riserva di legge.

Deve in ogni caso valere la regola secondo cui ciò che è lecito off line, lo è anche on line e, viceversa, quello che è illecito offline lo è pure online, atteso che alle stesse attività che sollecitano lo stesso rischio, devono applicarsi le stesse regole.

Un'ulteriore indicazione è che indipendentemente dal ricorso ad un soggetto tecnologico (in affiancamento o in sostituzione) nella creazione e fornitura di servizi, deve rimanere ferma l'imputazione dei rapporti e la responsabilità delle azioni.

Come posto in luce sia dalla Consob, nella dichiarazione del 13 aprile 2021, sia dall'Esma, nello Statement del 17 febbraio 2021, il caso GameStop ha fatto emergere i rischi per gli investitori e per il mercato connessi alla diffusione di "raccomandazioni" attraverso app non regolamentate e social media. Sul punto, si ritiene che la risposta normativa a tale fenomeno debba passare attraverso i) il rafforzamento delle strutture preposte alla prevenzione del rischio di attività abusive svolte sui menzionati canali, ii) lo sviluppo di iniziative di educazione finanziaria dei cittadini e iii) lo studio di sanzioni ad hoc per tali attività, anche nell'ambito della revisione del MAR.

Non si condivide la proposta avanzata dall'Esma di applicare la regola dell'adeguatezza o quella dell'appropriatezza anche all'operatività compiuta in regime di execution only. L'attuale classificazione dei servizi di investimento sulla base della graduazione delle regole di condotta (adeguatezza per i servizi di gestione e di consulenza, appropriatezza per gli altri servizi di investimento ed execution only al ricorrere delle condizioni previste) appare corretta e rispettosa della libertà di scelta del servizio da parte degli investitori in base al differente livello di tutela che vi è associato e assicura una coerenza complessiva del sistema. I presidi normativi che corredo la prestazione del servizio di consulenza a tutela dell'investitore appaiono adeguati a prevenire il rischio di un eccessivo affidamento sui social media.

I clienti dei broker online hanno generalmente accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari (dai plain vanilla ai derivati) scambiati sulle piattaforme di trading. Questo permette ai clienti di costruire un portafoglio diversificato in linea con il loro profilo di investimento e le preferenze manifestate. Tuttavia, si sottolinea come la crescente digitalizzazione dei servizi di investimento abbia favorito la crescita di un gran numero di entità non regolamentate, che sollecitano potenziali investitori su base transfrontaliera attraverso e-mail, pop-up aid, social media, ecc.

Per quanto le autorità nazionali reprimano i comportamenti scorretti di tali soggetti oscurando i siti web, tale rimedio risulta, di fatto, poco efficace, posto che una stessa entità opera normalmente attraverso una pluralità di siti web e può ricreare velocemente un altro dopo la chiusura.

In ragione delle dimensioni preoccupanti che stanno assumendo queste attività fraudolente, dovrebbero essere previsti rimedi più forti e azioni più coordinate da parte delle NCA dell'UE, al fine di garantire una protezione efficace agli investitori al dettaglio e un piano di gioco livellato per gli intermediari vigilati.

5) Finanza aperta.

In termini generali, la creazione di un open finance framework contribuisce a migliorare l'efficienza del settore dei servizi di investimento rendendo più agili i processi operativi e consentendo agli intermediari di ampliare, nell'ambito della consulenza e della gestione di portafoglio, la gamma dei servizi offerti, aggiungendovi proposte di tipo data driven e realizzando così un arricchimento del complessivo processo di creazione di valore per l'investitore. La finanza aperta costituisce un aspetto di interesse per i diversi intermediari e operatori finanziari (anche per migliorare i servizi di investimento offerti).

Tuttavia, si evidenzia, in primo luogo, che nell'attività di consulenza in materia di investimenti, sebbene l'accesso a un più ampio spettro di informazioni relative al cliente possa migliorare il valore aggiunto fornito, il driver principale della qualità del servizio offerto è rappresentato dal consulente.

Inoltre, si segnala che la finanza aperta dovrebbe essere disciplinata non in modo settoriale, bensì trasversale, al fine di garantire il level playing field di tutti gli operatori e una adeguata tutela degli investitori. L'open finance deve, pertanto, essere considerata nel contesto più ampio della Open Data Economy.

Quanto alle possibili informazioni sui clienti connesse all'attività di investimento da condividere, viene segnalato che alcune tipologie di dati (ad esempio quelle sui costi e oneri) non dovrebbero essere condivisi con soggetti terzi, in quanto essi rappresentano elementi intrinseci del business model del singolo intermediario.

Ferma la centralità del consenso del cliente al fine di consentire la nuova operatività sui suoi dati e ferma l'osservanza di tutte le normative riguardanti la privacy e il diritto all'oblio, si ritiene che la condivisione dei dati debba avere ad oggetto unicamente la fotografia dei portafogli finanziari del cliente, con l'indicazione delle tipologie di prodotti che vi sono inclusi e dei saldi.

Non dovrebbero essere condivisi, invece, i dati relativi alle operazioni effettuate presso altri intermediari, né i dati elaborati come i risultati dei test di appropriatezza o di adeguatezza, considerato che ogni intermediario sviluppa proprie logiche di profilazione dei clienti, i cui esiti non sarebbero pertanto comparabili.

In sintesi, si ritiene che l'apertura alla condivisione debba avvenire sulla base di regole chiare, technology-neutral e imparziali, che definiscano con precisione le informazioni che devono essere condivise da tutti gli operatori (con le limitazioni sopra indicate), senza possibilità di una selezione arbitraria che finirebbe con l'alterare la competizione nei mercati, anche a livello transfrontaliero; si ritiene inoltre che la condivisione dei dati debba essere reciproca e valere per entrambe le Parti coinvolte dal Cliente con il suo assenso.

Riteniamo che, per un corretto sviluppo della finanza aperta, tutte le parti coinvolte debbano soddisfare standard elevati in termini, quanto meno, di sicurezza informatica, privacy e politiche di governance/gestione del rischio. La finanza aperta coinvolge sia entità regolamentate che non regolamentate/non supervisionate: le attività di queste ultime possono introdurre rischi nel sistema finanziario la cui gestione non è attualmente regolamentata/presidiata.