**Aggiornamento ESMA 2022**

**MO1UD05\_ESMA3**

**Gestione del portafoglio e valutazione di adeguatezza**

Pagina 1 new

Continuiamo a esaminare gli orientamenti ESMA. Secondo l'*Orientamento generale 5,* 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 potereseguire la valutazione dell’adeguatezza dovrebbe adottare procedure che definiscono:

* quali informazioni acquisite sul cliente dovrebbero essere soggette ad aggiornamento e con quale frequenza e
* 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.

Prosegui nel corso per approfondire gli orientamenti di supporto a riguardo!

Pagina 2 new

Le imprese dovrebbero riesaminare periodicamente le informazioni sui clienti per assicurarsi che non diventino obsolete, imprecise o incomplete.

A tal fine, dovrebbero attuare procedure che incoraggino i clienti ad aggiornare le informazioni inizialmente comunicate qualora intervengano cambiamenti significativi.

Alcuni eventi possono portare a un processo di aggiornamento, come succede, ad esempio, nel caso di clienti che raggiungono l’età pensionabile.

Pagina 3 new

È importante che le imprese adottino misure volte ad attenuare il rischio di indurre il cliente ad aggiornare il proprio profilo al fine di renderlo idoneo a un determinato prodotto di investimento che altrimenti sarebbe inadatto a lui, senza che vi sia una vera e propria modifica della situazione del cliente. Come esempio di buona prassi per affrontare questo tipo di rischi, le imprese potrebbero adottare procedure volte a verificare, prima o dopo le operazioni, se un profilo del cliente sia stato aggiornato troppo spesso o solo dopo un breve periodo di tempo dall’ultima modifica (soprattutto se tale modifica si è verificata nei giorni immediatamente precedenti l’investimento raccomandato). Tali situazioni sarebbero quindi inoltrate o segnalate alla funzione di controllo competente.

Queste politiche e procedure sono particolarmente importanti quando sussiste maggiormente il rischio che l’interesse dell’impresa possa entrare in conflitto con i migliori interessi dei suoi clienti, ad esempio nelle situazioni di collocamento di strumenti propri o quando l’impresa riceve incentivi per la distribuzione di un prodotto. Un altro fattore di rilievo da prendere in considerazione in questo contesto è anche il tipo di interazione che si verifica con il cliente (ad esempio *de visu* o attraverso un sistema automatizzato).

Le imprese dovrebbero altresì informare il cliente quando le informazioni supplementari fornite danno luogo a una modifica del suo profilo: se diventa più rischioso (e quindi, potenzialmente, una più ampia gamma di prodotti più rischiosi e più complessi potrebbe risultare idonea per il cliente, con il conseguente rischio di incorrere in maggiori perdite) o, viceversa, più prudenziale (e quindi potrebbe risultare idonea al suo profilo una gamma più ristretta di prodotti).

Pagina 4 new

Il regolamento delegato MiFID 2 definisce le modalità secondo cui dovrebbe essere effettuata la valutazione dell’adeguatezza nelle situazioni in cui il cliente è una persona fisica rappresentata daun’altra persona fisica o è una persona giuridica che ha richiesto il trattamento comecliente professionale.

In tal caso la situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento sono quelli della persona giuridica o, in relazione alla persona fisica, del cliente sottostante piuttosto che quelli del rappresentante.

Le conoscenze ed esperienze sono quelle del rappresentante della persona fisica o della persona autorizzata a effettuare operazioni per conto del cliente sottostante. Sembra ragionevole che possa applicarsi lo stesso approccio a tutte le persone giuridiche, indipendentemente dal fatto che esse possano aver chiesto o meno di essere trattate come clienti professionali.

Le imprese dovrebbero garantire che le loro procedure integrino adeguatamente questo articolo all’interno della loro organizzazione, il che significherebbe tra l’altro verificare che il rappresentante sia effettivamente – secondo il diritto nazionale pertinente – autorizzato a effettuare operazioni per conto del cliente sottostante.

Pagina 5 new

Se il cliente è un gruppo di due o più persone fisiche e non è previsto un rappresentante ai sensi della legislazione nazionale applicabile, la politica dell’impresa dovrebbe individuare da chi saranno raccolte le informazioni necessarie e come sarà effettuata la valutazione dell’adeguatezza.

I clienti dovrebbero essere adeguatamente informati in merito all’approccio dell’impresa e all’impatto di tale approccio sul modo in cui la valutazione dell’adeguatezza viene svolta nella pratica.

Le imprese potrebbero prendere in considerazione uno dei seguenti approcci:

* potrebbero scegliere di invitare il gruppo di due o più persone fisiche a designare un rappresentante; oppure
* potrebbero valutare la possibilità di raccogliere informazioni su ogni singolo cliente e valutare l’adeguatezza per ogni singolo cliente.

Pagina 6 new

Quando un’impresa decide di raccogliere informazioni e valutare l’adeguatezza per ogni singolo cliente del gruppo, se sussistono differenze significative in termini di caratteristiche dei singoli clienti in questione (ad esempio se l’impresa li classificherebbe in diversi profili di investimento), come garantire la coerenza dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio erogati per quanto riguarda le attività o il portafoglio di quel gruppo di clienti? In questa situazione, uno strumento finanziario può essere adatto a un cliente appartenente al gruppo ma non a un altro.

La politica dell’impresa dovrebbe specificare chiaramente come gestirà questo tipo di situazioni.

Anche in questo caso, l’impresa dovrebbe adottare l’approccio più prudente, tenendo conto delle informazioni sul cliente che, all’interno del gruppo, ha le conoscenze e l’esperienza minori, la situazione finanziaria più debole o gli obiettivi di investimento più prudenziali. In alternativa, la politica dell’impresa può anche precisare che non sarà in grado di fornire consulenza in materia di investimenti o servizi di gestione del portafoglio in una situazione simile. In tale contesto, va osservato che raccogliere informazioni su tutti i clienti del gruppo e considerare, ai fini della valutazione, un profilo medio del livello di conoscenze e competenze di tutti, probabilmente non sarebbe conforme al principio generale di agire nel migliore interesse dei clienti.

Pagina 7 new

Secondo l'*Orientamento generale* 7, le imprese dovrebbero far sì che le politiche e le procedure attuate per comprendere lecaratteristiche, la natura e gli elementi dei prodotti di investimento (compresi i costi e irischi) consentano loro di raccomandare investimenti adeguati o di investire in prodottiadeguati per conto dei loro clienti.

Le imprese dovrebbero adottare procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche e i fattori di rischio pertinenti (quali il rischio di credito, il rischio di mercato, il rischio di liquidità, ecc.) di ciascun prodotto di investimento che possono raccomandare o nel quale possono investire per conto dei clienti.

Pagina 8 new

È particolarmente importante valutare il livello di «complessità» dei prodotti, che dovrebbe corrispondere alle informazioni del cliente (in particolare per quanto riguarda la relativa conoscenza ed esperienza). Sebbene «complessità» sia un termine relativo, che dipende da diversi fattori, le imprese dovrebbero anche tenere conto dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID 2 nel definire e misurare adeguatamente il livello di complessità da attribuire ai prodotti ai fini della valutazione dell’adeguatezza.

Si richiede altresì alle imprese di adottare procedure intese a garantire che le informazioniutilizzate per comprendere e classificare correttamente i prodotti di investimento inclusinella loro offerta siano affidabili, accurate, coerenti e aggiornate. Nell’adottaretali procedure, le imprese dovrebbero tener conto delle diverse caratteristiche e dellanatura dei prodotti considerati (ad esempio, prodotti più complessi con caratteristicheparticolari possono richiedere processi più dettagliati e le imprese non dovrebberobasarsi esclusivamente su un fornitore di dati per comprendere e classificare i prodottidi investimento, ma dovrebbero verificare e contestare tali dati o confrontare i dati fornitida varie fonti di informazioni).

Pagina 9 new

Secondo l'*Orientamento generale 8*, al fine di proporre ai clienti investimenti adeguati, le imprese dovrebbero stabilire politiche e procedure allo scopo di garantire la costante considerazione di:

* tutte le informazioni disponibili sul cliente, necessarie per valutare l’adeguatezza di un investimento, compreso il portafoglio di investimenti corrente del cliente (e la ripartizione delle attività all’interno di tale portafoglio) e
* tutte le caratteristiche materiali degli investimenti presi in considerazione nella valutazione dell’adeguatezza, inclusi tutti i rischi pertinenti ed eventuali costi diretti o indiretti per il cliente.

L'*Orientamento di supporto* 75 ricorda a riguardo alle imprese che la valutazione dell’adeguatezza non si limita alleraccomandazioni di acquistare uno strumento finanziario. Ogni raccomandazionedev’essere adeguata, che si tratti, ad esempio, di una raccomandazione di acquistare,tenere o vendere uno strumento o di non farlo.

Secondo l'*Orientamento di supporto 76*, le imprese di investimento che impiegano strumenti durante il processo di valutazione dell’adeguatezza (come modelli di portafoglio, software per la ripartizione delle attività o strumenti che creano profili per potenziali investitori), dovrebbero avere sistemi e controlli adeguati a garantire che tali strumenti siano adatti allo scopo e producano risultati soddisfacenti

Pagina 10 new

Conseguentemente a quanto detto, l'*Orientamento di supporto* 78 richiede che gli strumenti dovrebbero essere concepiti in modo da tenere conto di tutte le caratteristiche specifiche di ciascun cliente o di ciascun prodotto di investimento. Gli strumenti che classificano i clienti o i prodotti di investimento in termini generali, ad esempio, non sarebbero adatti allo scopo.

L’impresa dovrebbe stabilire politiche e procedure che, tra l’altro, le consentano di garantire che:

i servizi di consulenza e gestione di portafogli prestati al cliente tengano conto di un adeguato livello di diversificazione del rischio;

il cliente abbia una comprensione adeguata del rapporto esistente 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;

la situazione finanziaria del cliente possa finanziare gli investimenti e il cliente possa sostenere eventuali perdite derivanti dagli investimenti;

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 detenere l’investimento; e che eventuali conflitti di interesse non influiscano negativamente sulla qualità della valutazione dell’adeguatezza.

Pagina 11 new

Nel prendere una decisione sulla metodologia da adottare per condurre la valutazione dell’adeguatezza, l’impresa dovrebbe anche tenere conto del tipo e delle caratteristiche dei servizi erogati e, più in generale, del suo modello di business. Ad esempio, se un’impresa gestisce un portafoglio o fornisce consulenza a un cliente in merito al suo portafoglio, dovrebbe adottare una metodologia che le consenta di effettuare una valutazione dell’adeguatezza sulla base dell’esame del portafoglio del cliente nel suo insieme.

Inoltre, nel condurre una valutazione dell’adeguatezza, un’impresa che fornisce il servizio di gestione del portafoglio dovrebbe valutare le conoscenze e l’esperienza del cliente in merito a ciascun tipo di strumento finanziario che potrebbe essere incluso nel suo portafoglio, nonché i tipi di rischi connessi alla gestione del suo portafoglio.

Pagina 12 new

Secondo l'*Orientamento di supporto 81*, quando effettua una valutazione dell’adeguatezza sulla base dell’esame del portafoglio complessivo del cliente, un’impresa dovrebbe assicurare un adeguato livello di diversificazione all’interno dello stesso, tenendo conto dell’esposizione del portafoglio del cliente ai diversi rischi finanziari (esposizione geografica, esposizione in valuta, esposizione alla classe di attività, ecc.).

Nei casi in cui, ad esempio, dal punto di vista dell’impresa, le dimensioni del portafoglio di un cliente siano troppo esigue per consentire un’efficace diversificazione in termini di rischio di credito, l’impresa potrebbe valutare la possibilità di indirizzare tali clienti verso tipi di investimenti «garantiti» o di per sé diversificati (ad esempio, un fondo di investimento diversificato).

Le imprese dovrebbero essere particolarmente prudenti per quanto riguarda il rischio di credito: sarebbe opportuno valutare in particolare l’esposizione del portafoglio del cliente un unico emittente o a emittenti appartenenti allo stesso gruppo. valutare in particolare l’esposizione del portafoglio del cliente un unico emittente o a emittenti appartenenti allo stesso gruppo.

Pagina 13 new

Al fine di garantire la coerenza della valutazione dell’adeguatezza effettuata con strumenti automatizzati (anche se l’interazione con i clienti non avviene attraverso sistemi automatizzati), l'*Orientamento di supporto 82* richiede che *l*e imprese dovrebbero monitorare e verificare periodicamente gli algoritmi che contribuiscono a determinare l’adeguatezza delle operazioni raccomandate o intraprese per conto dei clienti.

Nel definire tali algoritmi, le imprese dovrebbero:

* tenere conto della natura e delle caratteristiche dei prodotti inclusi nella loro offerta ai clienti;
* creare un’adeguata documentazione della struttura del sistema che esponga chiaramente la finalità, la portata e la struttura degli algoritmi; ove opportuno, i diagrammi decisionali o le norme per l’adozione delle decisioni dovrebbero far parte di tale documentazione;
* predisporre una strategia di verifica documentata che illustri la portata della verifica degli algoritmi e che dovrebbe comprendere piani di verifica, casi da verificare, risultati delle verifiche, risoluzione dei difetti (se pertinente) e i risultati finali delle verifiche;
* disporre di politiche e procedure adeguate per gestire eventuali modifiche apportate a un algoritmo, fra cui il monitoraggio e la tenuta di registri di tali modifiche (ciò comprende l’esistenza di dispositivi di sicurezza per monitorare e impedire l’accesso non autorizzato all’algoritmo);
* rivedere e aggiornare gli algoritmi per assicurare che rispecchino eventuali modifiche di rilievo (ad esempio le evoluzioni del mercato e le modifiche della legge applicabile) che possano incidere sulla loro efficacia;
* disporre di politiche e procedure che consentano di individuare eventuali errori nell’algoritmo e di gestirli adeguatamente, tra cui, ad esempio, la sospensione della prestazione dei servizi di consulenza qualora tali errori possano comportare una consulenza inadeguata e/o una violazione delle pertinenti disposizioni legislative o normative;
* disporre di risorse adeguate – comprese risorse umane e tecnologiche – finalizzate al monitoraggio e alla supervisione dei risultati degli algoritmi mediante un esame adeguato e tempestivo della consulenza fornita;
* e disporre di un adeguato processo di convalida interno per garantire che siano state seguite le misure fin qui indicate.

Pagina 14 new

L'Orientamento generale 9 prevede che le politiche e le procedure per la determinazione dell’adeguatezza dovrebbero far sì che, prima che un’impresa prenda una decisione sui prodotti di investimento da raccomandare o su cui investire nel portafoglio gestito per conto del cliente, venga effettuata una valutazione approfondita delle possibili alternative di investimento, tenendo conto dei costi e della complessità dei prodotti.

In pratica, le imprese dovrebbero attuare una procedura che tenga conto della natura del servizio, del modello di business e del tipo di prodotti forniti, per valutare i prodotti disponibili «equivalenti» tra loro in termini di capacità di soddisfare le esigenze e le circostanze del cliente, come ad esempio gli strumenti finanziari con mercati di riferimento simili e un analogo profilo di rischio/rendimento.

Nel caso di gamma ristretta di prodotti o di imprese che raccomandano un tipo di prodotto, quando la valutazione di prodotti «equivalenti» potrebbe essere limitata, è importante che i clienti siano pienamente consapevoli di tali circostanze.

Pagina 15 new

Ai sensi dell'Orientamento generale 10, le imprese dovrebbero disporre di politiche e procedure adeguate per garantire che venga effettuata un’analisi dei costi e dei benefici di un passaggio affinché le imprese possano ragionevolmente dimostrare che i benefici attesi di tale cambiamento sono superiori ai costi. Le imprese dovrebbero inoltre istituire controlli adeguati a evitare l’elusione delle prescrizioni in materia della direttiva MiFID 2. Le decisioni in materia di investimenti quali il riequilibrio di un portafoglio in gestione, nel caso in cui una «strategia passiva» riproduca un indice (come concordato con il cliente), in genere non sarebbero considerate un cambiamento.

Per fugare eventuali dubbi, qualsiasi operazione senza tali soglie sarebbe considerata come un cambiamento di investimento.

Per i clienti di per sé professionali l’analisi costi benefici può essere effettuata a livello della strategia di investimento.

Pagina 16 new

D'altra parte, le imprese dovrebbero tener conto di tutte le informazioni necessarie per poter effettuare un’analisi costi/benefici del cambiamento, vale a dire una valutazione dei vantaggi e degli svantaggi del nuovo o dei nuovi investimenti presi in considerazione.

In tale contesto, potrebbero essere rilevanti i fattori di costo e beneficio sia monetari che non monetari. Essi potrebbero, ad esempio, includere:

* il rendimento netto atteso dell’operazione alternativa proposta (che tiene conto anche di eventuali costi a carico del cliente da sostenere in anticipo) rispetto al rendimento netto atteso dell’investimento esistente (che dovrebbe prendere in considerazione anche eventuali costi associati all’uscita in cui il cliente potrebbe incorrere per cedere il prodotto già nel suo/loro portafoglio);
* un cambiamento delle circostanze e delle esigenze del cliente, che può essere la ragione per prendere in considerazione la possibilità di cambiare investimento, ad esempio la necessità di liquidità a breve termine a seguito di un evento familiare inatteso e non pianificato;
* un cambiamento delle caratteristiche dei prodotti o delle circostanze del mercato, che può essere un motivo per prendere in considerazione la possibilità di un cambiamento nel portafoglio del cliente, ad esempio se un prodotto diventa illiquido a causa dell’andamento del mercato;
* e benefici al portafoglio del cliente derivanti dal passaggio ad altri investimenti, come ad esempio una maggiore diversificazione del portafoglio, un maggiore allineamento del profilo di rischio del portafoglio agli obiettivi di rischio del cliente, un aumento della liquidità del portafoglio, oppure una riduzione del rischio di credito complessivo del portafoglio.

Pagina 17 new

Ai sensi dell'Orientamento di supporto 93, 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.

Più in particolare, quando un passaggio a un altro investimento è deciso a livello centrale, ad esempio nell’ambito di un comitato per gli investimenti o di un altro comitato che definisce strategie di portafoglio comuni o proposte di investimenti tipo, l’analisi costi/benefici potrebbe essere effettuata a livello di tale comitato.

In una situazione di questo tipo, l’impresa potrebbe anche stabilire, a livello del comitato competente, il motivo per cui per alcuni clienti non sarà portato a termine un cambiamento già deciso. Sebbene l’analisi costi/benefici possa essere effettuata a un livello superiore in tali situazioni, l’impresa dovrebbe comunque disporre di adeguati controlli per verificare che non esistano caratteristiche particolari di determinati clienti che possano richiedere un livello di analisi più discreto.

Pagina 18 new

Qualora 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, contrariamente all’esempio appena descritto. Per i clienti di per sé professionali l’analisi costi/benefici può essere effettuata a livello della strategia di investimento.

Fatto salvo quanto detto, se un gestore di portafoglio ritiene che la composizione o i parametri di un portafoglio debbano essere modificati in modo non autorizzato rispetto al mandato convenuto con il cliente (ad esempio da una strategia orientata ai titoli azionari a una strategia incentrata sul reddito fisso), il gestore di portafoglio dovrebbe discuterne con il cliente e riesaminare o rivalutare l’adeguatezza per concordare un nuovo mandato.

Pagina 19 new

L’Orientamento generale 11 richiede alle imprese di garantire che il personale coinvolto in aspetti rilevanti del processo di adeguatezza possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze.

Secondo l'Orientamento di supporto 97, il personale dell’intermediario deve comprendere il suo ruolo nel processo di valutazione dell’adeguatezza e possedere le qualifiche, le conoscenze e le competenze necessarie, compresa una sufficiente conoscenza delle norme e delle procedure pertinenti per l’esercizio delle responsabilità attribuitegli.

Inoltre, l'Orientamento di supporto 98 prevede che il personale che fornisce ai clienti consulenza in materia di investimenti o informazioni sugli strumenti finanziari, i depositi strutturati, i servizi di investimento o i servizi accessori per conto dell’impresa (anche quando fornisce servizi di gestione del portafoglio) deve avere le conoscenze e le competenze necessarie, anche per quanto riguarda la valutazione dell’adeguatezza.

Pagina 20 new

Prima di concludere, facciamo un breve cenno all'*Orientamento generale 1*2, secondo cui le imprese dovrebbero per lo meno:

* implementare procedure adeguate all’acquisizione e conservazione della documentazione, ordinate e trasparenti con riferimento alla valutazione dell’adeguatezza, compresa la raccolta di informazioni presso il cliente, eventuali consulenze in materia di investimenti fornite e tutti gli investimenti (e disinvestimenti) effettuati in seguito alla valutazione dell’adeguatezza e le relative relazioni fornite al cliente;
* garantire che le procedure in materia di acquisizione della documentazione siano studiate per consentire la rilevazione di errori riguardanti la valutazione dell’adeguatezza (quali, ad esempio, il mis-selling o la vendita di prodotti inadeguati);
* garantire che la documentazione conservata, comprese le relazioni sull’adeguatezza fornite ai clienti, sia accessibile alle persone interessate nell’impresa e alle autorità competenti;
* e disporre di adeguati processi per l’attenuazione di eventuali lacune o limiti delle procedure in materia di conservazione della documentazione.