Quaderni giuridici

Il *target market* nella disciplina della *product governance* quale presidio di tutela dell'investitore *retail*

F. Cambiano, D. Colonnello, M. Siri

34

luglio 2025

CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Paola Deriu, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini Srl (Roma)
www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)
ISSN 2281-5228 (stampa)

Il *target market* nella disciplina della *product governance* quale presidio di tutela dell'investitore *retail*

F. Cambiano, D. Colonnello, M. Siri (*)

Abstract

Il quaderno analizza il concetto di '*target market*' nel contesto della disciplina di '*product governance*' (governo del prodotto), introdotta dalla MiFID II quale presidio fondamentale per la tutela dell'investitore *retail*. Tale normativa impone agli intermediari che creano e distribuiscono prodotti finanziari di agire proattivamente affinché questi siano concepiti, offerti e monitorati in coerenza con gli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche dei clienti finali destinatari dei medesimi.

Per comprendere appieno la portata e le implicazioni di questo istituto, il lavoro esamina dettagliatamente il quadro normativo unionale, approfondendo i ruoli e le responsabilità del 'produttore' (*manufacturer*) e del 'distributore'. Particolare attenzione è dedicata alle logiche di definizione del *target market* potenziale ed effettivo, nelle sue declinazioni di positivo, negativo e 'neutrale', con le connesse modalità di determinazione della strategia distributiva, senza trascurare le ultime innovazioni introdotte rispetto all'impianto originario, riguardanti la considerazione dei fattori di sostenibilità e degli obiettivi ESG della clientela, nonché la previsione di specifiche esenzioni dagli obblighi di *governance*.

Viene inoltre analizzata l'esperienza applicativa concreta, attraverso un esame delle attività svolte dall'ESMA per promuovere una migliore convergenza a livello UE, unitamente ad un approfondimento sulle modalità d'implementazione della disciplina in alcuni Stati Membri rilevanti (Germania, Francia, Olanda), con un focus sulle prassi di vigilanza e sulle sfide per una piena e omogenea attuazione delle norme.

Le valutazioni d'insieme sulla disciplina vigente e sull'esperienza maturata invitano a una riflessione critica circa l'efficacia dei presidi attuali e le possibili evoluzioni future, anche alla luce delle recenti proposte della *Retail Investment Strategy* e delle ulteriori novità che potranno emergere nel contesto delle ultime iniziative unionali tese alla razionalizzazione e semplificazione della normativa di settore. Nell'ottica di contribuire al dibattito sul continuo miglioramento della protezione degli investitori, il quaderno offre spunti sulle prospettive della regolamentazione e su possibili soluzioni applicative evolutive.

Keywords: *target market, product governance, MiFID II, tutela degli investitori, Retail Investment Strategy, value for money.*

(*) Fiamma Cambiano – Consob, Ufficio Banche
Dario Colonnello – Consob, Ufficio Studi
Michele Siri – Università degli Studi di Genova

Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

SEZIONE PRIMA

La disciplina unionale in materia di *product governance* 5

1 Il sistema MiFID: limiti della MiFID I e innovazioni introdotte dalla MiFID II per una più efficace tutela dell'investitore 5

2 La *product governance* di matrice MiFID II 9

2.1 Il quadro normativo di riferimento 11

2.2 Il ruolo del produttore e del distributore 16

2.3 *Target market* e strategia distributiva 33

2.4 Le esenzioni dagli obblighi di governance dei prodotti 48

SEZIONE SECONDA

L'esperienza applicativa delle norme in materia di *product governance* 51

1 L'attività dell'ESMA 52

2 L'applicazione della disciplina in alcuni Stati membri 55

2.1 Germania 56

2.2 Francia 63

2.3 Olanda 70

SEZIONE TERZA

Valutazioni d'insieme e possibili prospettive 79

1 Valutazioni d'insieme della disciplina vigente e dell'esperienza applicativa maturata 79

2 Prospettive evolutive della disciplina 84

3 Possibili soluzioni applicative 'innovative' 90

4 Qualche considerazione conclusiva 94

Bibliografia 97

La disciplina unionale in materia di *product governance*

SEZIONE PRIMA

1 Il sistema MiFID: limiti della MiFID I e innovazioni introdotte dalla MiFID II per una più efficace tutela dell'investitore

La tutela dell'investitore nell'ambito dei diversi servizi di investimento rappresenta da sempre uno dei fattori chiave per il corretto funzionamento dei mercati di capitale, in quanto è vitale per creare le condizioni volte a favorire la necessaria fiducia nel sistema finanziario.

A livello europeo, la disciplina MiFID (o '*Markets in Financial Instruments Directive*') costituisce la principale fonte normativa volta al conseguimento di tale fondamentale obiettivo[1]. A parere di alcuni autori, i motivi che hanno spinto il legislatore europeo a prevedere una regolamentazione speciale, quale appunto la MiFID, sarebbero diretta conseguenza delle ineliminabili frizioni e asimmetrie informative tra clienti e intermediari, in cui il cliente *retail* – in quanto parte 'debole' del rapporto - risulta meritevole di protezione, contribuendo, per tale via, anche a migliorare l'efficienza e la stabilità dell'intero sistema finanziario europeo[2].

La storia della MiFID è oramai ventennale: il pacchetto originario risale al 2004, ovvero all'emanazione della Direttiva 2004/39/CE[3] (a cui di seguito faremo riferimento come 'MiFID I'). In una prospettiva evolutiva rispetto alla c.d. ISD (la Direttiva 93/22/CEE, o '*Investment Services Directive*'), che ha posto le basi per la definizione di una normativa organica di settore a livello europeo[4], la prima versione della MiFID si proponeva l'obiettivo di favorire il processo di armonizzazione della regolamentazione in ambito unionale e, più in generale, di realizzare una sempre maggiore omogeneità applicativa delle disposizioni nei singoli Paesi[5].

1 Si precisa che la trattazione avrà ad oggetto la disciplina dei mercati finanziari e non affronterà tematiche connesse ai prodotti assicurativi a contenuto finanziario. Per tale motivo, non si discuterà delle norme della Direttiva (EU) 2016/97 (c.d. *'Insurance Distribution Directive - IDD'*) che disciplinano la *Product Oversight Governance* (POG) degli IBIP ('*Insurance Based Investment Products*', ossia i prodotti di investimento assicurativo), in quanto queste esulano dalle finalità del presente quaderno.

2 FRANKE G., Mosk T. E SCHNEBEL E., *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, SAFE White Paper No. 39, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt, 2016, p. 4.

3 Il *set* di norme veniva poi completato nel 2006 con l'adozione delle connesse misure di esecuzione, contenute nella Direttiva 2006/73/CE, di secondo livello, e nel Regolamento (CE) 1287/2006.

4 I principi ispiratori di tale direttiva furono l'armonizzazione 'minima' e il mutuo riconoscimento.

5 A parere di COMANA M. *et al., The MiFID II Framework*, Springer Nature Switzerland AG, Cham, 2019, p. 161, a distanza di quasi 2 decenni dall'introduzione della disciplina MiFID, si è ancora oggi ben lontani da una piena armonizzazione della disciplina a livello unionale. Tale aspetto sarà oggetto di specifico approfondimento nel paragrafo 2 della Sezione II.

Sul finire del primo decennio del secolo corrente, la profonda crisi finanziaria prima, ed economica poi, ha reso quanto mai evidente che la MiFID I mostrava diversi aspetti da migliorare: alla prova dei fatti, le molteplici disposizioni ivi contenute, nel complesso, non erano difatti riuscite ad evitare fenomeni, talvolta anche clamorosi, di *mis-selling*[6].

Ciò anche in ragione del fatto che la prima versione della MiFID era stata concepita ed introdotta in un momento storico in cui i mercati finanziari presentavano una configurazione ben diversa da quella che poi si è determinata nei successivi anni.

Il 'sistema' MiFID, dunque, al pari di altre fonti normative europee, nel corso del tempo ha dovuto necessariamente aggiornarsi, anche attraverso profonde revisioni, che hanno cercato di rendere più efficace il conseguimento delle finalità per le quali era stata originariamente concepita.

L'arco temporale per la complessiva revisione del pacchetto è stato considerevole: dalle prime discussioni avviate con la pubblicazione, in data 8 dicembre 2010, di un documento di consultazione della Commissione europea[7], si è arrivati, nel 2014, all'emanazione della seconda versione della direttiva e di un nuovo regolamento di primo livello, applicabili dal 3 gennaio 2018, a seguito del completamento dell'*iter* di adozione delle relative misure di esecuzione[8]. Il processo si è protratto per diversi anni anche perché ha dovuto tenere in debita considerazione le specificità e le istanze di cui sono portatori i diversi Paesi dell'UE - che si caratterizzano per cultura, storia e orientamenti differenziati - ed ha convolto molteplici interlocutori.

Pur in presenza di numerosi aspetti di continuità, la seconda versione della MiFID (o 'MiFID II'), in ottica di rafforzamento rispetto alla prima, ha introdotto talune disposizioni nuove – riguardanti, in particolare, la *product governance*, la *product intervention* e la consulenza indipendente, oltre ad una serie di previsioni più stringenti

6 In merito, nel documento del 2013 delle tre Autorità di vigilanza europee (*'European Supervisory Authorities'* o 'ESA'), ESAs EBA-ESMA-EIOPA, reperibile all'indirizzo: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/15736/57274c46-0be0-4db2-ad32congiunto) sono riportati in appendice i più evidenti casi di *mis-selling* di prodotti finanziari emersi nel contesto della crisi finanziaria a livello europeo, tra cui alcune riferite al contesto nazionale (p. 6). Per un contributo dottrinale si veda ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, Rivista delle Società, vol. 63, n. 4, , 2018, p. 1115 e SCIARRONE ALIBRANDI A. e MALVAGNA U., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, Banca borsa e titoli di credito, vol. 82, n. 2, 2019, p. 153 e ss. Un'interessante analisi dei diversi casi di *mis-selling* connessi a comportamenti opportunistici degli intermediari è offerta da REURINK A., *Financial fraud: a literature review*, Journal of Economic Surveys, vol. 32, n. 5, 2018, p. 53 e ss., reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1111/joes.12294. Per un'approfondita disamina dei fattori di debolezza della disciplina MiFID si veda anche COMANA M. ET AL., *op. cit.*, p. 153 e ss..

7 Il documento della *'Public Consultation'* è reperibile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf.

8 Il pacchetto è composto da una pluralità di fonti, in aggiunta al livello primario costituito dalla Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (di seguito anche 'MiFID II') e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014 (di seguito anche 'MiFIR'). Tra le disposizioni di secondo livello spiccano la Direttiva delegata 2017/593/UE della Commissione del 7 aprile 2016 (di seguito anche 'Direttiva delegata di MiFID II')e il Regolamento delegato 2017/565/UE della Commissione del 25 aprile 2016, oltre ai numerosi RTS e ITS adottati dalla CE. Una approfondita disamina sul punto è offerta da FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 7.

di norme esistenti, ad esempio, nell'ambito delle regole di adeguatezza e appropriatezza e dell'informativa alla clientela[9].

Per quanto di specifico interesse per il presente lavoro, sono di certo rilevanti le previsioni finalizzate a ridurre *ab origine* la portata dei potenziali conflitti di interesse tra intermediario e cliente, previsioni che si propongono di disciplinare in maniera più puntuale le relazioni tra questi ultimi, anche in ottica di accrescimento della qualità del servizio prestato alla clientela[10].

Al riguardo, la MiFID II prevede, ad esempio, che tanto i gestori di portafoglio quanto i consulenti indipendenti non siano autorizzati a percepire commissioni, onorari, o benefici provenienti da terzi per il servizio reso al cliente[11].

Ma è in particolare il processo di vendita, in cui è più probabile che si manifestino conflitti di interesse, che è stato oggetto di specifica revisione nella seconda versione del pacchetto. La crisi finanziaria del 2008 aveva, difatti, mostrato che la commercializzazione di prodotti in ossequio alle indicazioni commerciali impartite dall'intermediario – tipicamente finalizzate alla massimizzazione del compenso - ha più di tutto inciso negativamente sul grado di fiducia del cliente[12].

Per arginare tali comportamenti opportunistici, la MiFID II ha pertanto introdotto anche dei presidi specifici applicabili alla remunerazione del personale, inclusi i consulenti[13].

Inoltre, le regole di condotta già previste dalla MiFID I, come anticipato, sono state riprese e ulteriormente sviluppate per favorire un più elevato livello di protezione degli investitori. Il legislatore ha, in particolare, rafforzato il presidio dell'adeguatezza,

9 I tratti di continuità tra le due versioni del pacchetto si riscontrano già nella classificazione della clientela: i clienti, anche nella seconda versione, continuano ad essere classificati in specifiche categorie di appartenenza, ovvero *retail*, clienti professionali e controparti qualificate. Si veda Busch D., *MiFID II: Stricter conduct of business rules for investment firm*, SSRN Electronic Journal, 2017, p. 7 e ss, reperibile all'indirizzo: http://www.papers.ssrn.com. Per ciascuna categoria sono previsti specifici obblighi in capo agli intermediari, sebbene la seconda versione della MiFID preveda parametri maggiormente oggettivi e criteri di riparto della clientela nettamente più rigorosi, con l'obiettivo di ridurre la discrezionalità interpretativa in capo agli intermediari. Si veda Motroni R., *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, Giureta-Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente, vol. 13, 2015, p. 438.

Resta, inoltre, confermato l'impianto che prevede una graduazione delle regole di condotta in ragione dei servizi prestati, stabilendo una tutela ampia dei clienti per i servizi (a più alto valore aggiunto) di 'gestione di portafogli' e di 'consulenza in materia di investimenti' e una tutela progressivamente affievolita nello svolgimento degli altri servizi di tipo esecutivo. Il riflesso più evidente di tale impostazione si manifesta nella previsione degli obblighi di valutazione di adeguatezza nella prestazione dei servizi di consulenza e gestione, che richiedono un *assessment* completo del profilo dell'investitore rispetto agli investimenti prospettati, di una valutazione di appropriatezza, basata solo su alcuni parametri soggettivi dell'investitore, nel caso dei servizi esecutivi, fino all'assenza di qualsiasi valutazione nei servizi costituiti dalla 'mera esecuzione' degli ordini (*execution only*).

10 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., *op. cit.*, p. 9. Come sarà chiarito meglio nel paragrafo 2.2 della Sezione I, ancora in vigenza della MiFID I la CONSOB aveva, di fatto, anticipato alcune delle innovazioni introdotte dalla seconda versione della MiFID, avendo a mente le specificità del sistema italiano, da sempre fortemente orientato verso il mercato della distribuzione, spesso in modalità *self-placement*.

11 Art. 24, commi 7 e 8 della Direttiva MiFID II.

12 Franke G., Mosk T. e Schnebel E., *op. cit.*, p. 8.

13 Tali previsioni si rinvengono nell'articolo 24, par.10 della MiFID II.

vero caposaldo normativo contro i fenomeni di *mis-selling*, introducendo ulteriori requisiti[14]. In tale ambito, poi, particolare attenzione è stata riposta nell'informativa che l'intermediario è tenuto a veicolare al cliente[15].

In punto di trasparenza, la MiFID II ha nel complesso previsto un potenziamento delle norme esistenti, in particolare nell'ottica di favorire una rappresentazione delle informazioni ai clienti maggiormente corrispondente alla realtà dei fatti[16].

Ai fini della prevenzione dei conflitti tra clienti ed intermediari, la MiFID I era prevalentemente focalizzata sul processo distributivo. Tuttavia, la menzionata crisi finanziaria aveva chiaramente mostrato che i fenomeni di *mis-selling* connessi a possibili conflitti di interesse, che tendono ad acuirsi nel caso di prodotti ad elevata complessità, possono trarre origine sin dalla fase di ideazione e progettazione di un prodotto[17].

Proprio al fine di normare anche la fase antecedente l'immissione sul mercato di un dato prodotto e limitare quindi possibili casi di abuso, il legislatore europeo nella seconda versione della MiFID ha introdotto la disciplina in materia di *product governance*[18], con l'obiettivo di ridurre il rischio di commercializzare prodotti e servizi non in linea con le specifiche caratteristiche di determinate fasce di clientela[19].

14 Tra gli elementi di novità, risultano di indubbio rilevo gli obblighi relativi al confronto in termini di costo e complessità tra prodotti 'equivalenti' e alla valutazione dei costi e dei benefici delle operazioni di *switch* tra investimenti, nonché il dovere di fornire di fornire ai clienti al dettaglio, prima della transazione, una c.d. 'dichiarazione di adeguatezza' che specifichi le ragioni che rendono la raccomandazione adeguata rispetto al profilo del cliente.

Per una disamina più dettagliata delle innovazioni introdotte dalla seconda versione della MiFID, si veda ANNUNZIATA F., 2018, *op. cit.*, p. 1115, ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giapicchelli, Torino, ed. 12 , 2023, p. 10 e ss., RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, Rivista di diritto bancario, suppl. n. 1, 2020, p. 155 e MARTYSZ C. B. e RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurence of misselling*, International Journal of Management and Economics, vol. 57, n. 2, 2021, p. 123, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.2478/ijme-2021-0007.

15 Rappresenta uno specifico dovere dell'intermediario, tra l'altro, la sensibilizzazione del cliente alla rilevanza della fase di compilazione del questionario, in quanto rappresenta un passaggio chiave per reperire informazioni atte a delinearne il relativo profilo e quindi, in ultima analisi, per contenere i possibili casi di *mis-selling*.

Si veda l'art. 24 della Direttiva MiFID II, ESMA, *Orientamenti sulla valutazione delle conoscenze e competenze*, ESMA/2015/1886, 22 marzo 2016, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_it.pdf, e ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA35-43-1163, 6 novembre 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_it.pdf. Per un contributo dottrinale RABITTI M., *op. cit.*, p. 154 e ss..

16 Sul punto si veda anche FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 9.

17 Al riguardo, FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *op. cit.*, p. 6 sostengono che *ab origine* determinati prodotti siano già progettati includendo specifici elementi di complessità e possono contribuire a rendere meno comprensibili le specifiche caratteristiche di un prodotto per l'investitore medio. In casi limite, tali elementi possono addirittura prevedere dei fattori di rischio che non arrecano sostanziali benefici al sottoscrittore.

In proposito, CARLIN B. e MANSO G., *Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication*, Review of Financial Studies, vol. 24, n. 3, 2011, pp. 25 e 26 sostengono che alcuni produttori tendano a propendere per l'inserimento nei prodotti di elementi di complessità con lo scopo di estrarre rendite da determinate categorie di clienti, in particolare se caratterizzati da un limitato livello di sofisticazione delle conoscenze finanziarie.

18 PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, Banca Borsa Titoli di Credito,vol. 1, n. 1, , 2019, pp. 6-9.

19 In merito, il considerando n. 15 della Direttiva delegata di MiFID II recita che, «al fine di evitare e ridurre sin dall'inizio potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori, le imprese di investimento che producono e distribuiscono strumenti finanziari dovrebbero adempiere agli obblighi di governance dei prodotti».

A parere di Della Tommasina L., *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, Banca Borsa Titoli di Credito, vol. 74, n. 2,

Il legislatore ha, comunque, posto la disciplina della *product governance* su un piano diverso rispetto alle regole applicabili al *point of sale*, la cui applicazione resta confermata nelle forme rafforzate sopra descritte: una volta identificato 'a monte' il mercato *target* di un determinato prodotto[20], il distributore deve poi verificare che lo stesso sia effettivamente adeguato o appropriato (a seconda del servizio prestato) alle specifiche caratteristiche del singolo cliente.

Nelle intenzioni del legislatore, la combinazione delle regole di condotta, da un lato, e della disciplina di *product governance*, dall'altro, dovrebbe, infatti, consentire di minimizzare le problematiche connesse al rapporto tra intermediari e clienti, quali le inevitabili asimmetrie informative o i differenti livelli di alfabetizzazione finanziaria[21].

Non essendo la sola previsione della disciplina in materia *di product governance* sufficiente ad evitare fenomeni di *mis-selling*, la MiFID II ha comunque attribuito specifici poteri di *product intervention* alle Autorità di vigilanza europee e nazionali: esercitando tali poteri, alcuni prodotti possono essere sottoposti a *standard* e requisiti definiti dall'Autorità stessa o, in casi estremi, essere del tutto vietati[22]. I poteri di *product intervention*, quindi, rappresentano un rimedio estremo a cui le Autorità possono ricorrere se le altre forme di tutela si sono rivelate infruttuose[23].

Inquadrato il contesto da cui ha avuto origine la disciplina della *product governance*, nei paragrafi successivi si procederà ad approfondire tale tematica.

2 La *product governance* di matrice MiFID II

Nel presente paragrafo s'intende fornire una disamina organica dell'istituto della *product governance*; come sarà meglio chiarito nel corso del lavoro, tale istituto

p. 263, la Direttiva MiFID II ha contribuito ad accrescere la sensazione di un approccio paternalistico nella regolazione dei mercati finanziari, spostando l'attenzione sulla qualità dei prodotti di investimento e, al contempo, sovrapponendo alle cautele previste per i singoli servizi una cornice di regole organizzative tese ad attuare un controllo preventivo sull'oggetto stesso dell'offerta finanziaria. Similmente Cherednychenko, O. O., *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, European Review of Contract Law, vol. 10, n. 3, 2014, pp. 400-401.

20 Il tema sarà più diffusamente ampliato nel prosieguo della trattazione. Si anticipa, comunque, che la Direttiva MiFID, in diversi articoli, disciplina i doveri degli intermediari che, tra l'altro, sono tenuti a **rivedere nel continuo gli strumenti finanziari** offerti **(art. 16.3)** e **fare in modo che i prodotti siano progettati** al fine di **soddisfare le esigenze del mercato** *target* cui sono rivolti **(art. 24.2)**.

21 Tali aspetti sono disciplinati dagli **artt. 24 e 25 della Direttiva MIFID II**. Un contributo dottrinale sul punto è offerto da RABITTI M., *op. cit.*, **p. 157**. Al riguardo, alcuni autori si spingono a considerare che il vero obiettivo del modello di *product governance* sia piuttosto quello di proteggere il distributore, in quanto sarebbe volto ad evitare che gli errori più eclatanti si traducano in un cattivo giudizio di appropriatezza o adeguatezza a suo carico. Si veda COSSU M., ***Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile***, Rivista delle Società, vol. 66, nn. 5-6, 2021, p. 1258.

22 Il loro esercizio è comunque subordinato alla ricorrenza dei motivi di cui all'art. 42, paragrafo 2, Regolamento (UE) n. 600/2014. Una disamina dettagliata della tematica è offerta da BUSCH D., *op. cit.*, p. 266 e ss. e da ANNUNZIATA F., *op. cit.*, pp. 1116 e ss..

23 A parere di COSSU M., *op. cit.*, p. 1260, la disciplina MiFID II in materia di *product governance* e di *product intervention* rappresenterebbe una reazione al fallimento della filosofia della trasparenza della MiFID I, in cui la tutela dell'investitore era declinata agendo essenzialmente sul profilo dell'informazione e della *disclosure*.

richiede agli intermediari che creano, gestiscono o offrono prodotti finanziari (c.d. '*product manufacturer*' o 'produttori') e a quelli che li distribuiscono (c.d. 'distributori') di agire in modo proattivo per assicurare che i prodotti siano concepiti, distribuiti e monitorati in maniera coerente con gli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche della specifica *clientela target* (c.d. 'mercato di riferimento' di clienti finali).

La disciplina della *product governance* è sostanzialmente volta a porre maggiormente l'accento, nella prestazione dei servizi di investimento, sulla valutazione sostanziale della congruità del prodotto rispetto alle specifiche caratteristiche del *target market* di clienti a cui lo stesso cui è rivolto. In tale ottica, dunque, le previsioni in materia di product governance rappresentano un elemento cruciale per un'efficace tutela del risparmio e per l'integrità stessa dei mercati finanziari.

La trattazione di seguito offerta parte da una preliminare esposizione delle fonti normative di derivazione unionale (di primo, secondo e terzo livello) che ne hanno disegnato l'impianto, per poi riepilogare le disposizioni nazionali attraverso cui tali previsioni sono state trasposte nell'ordinamento italiano, in modo da meglio orientarsi tra le norme richiamate nel prosieguo della trattazione (*cfr.* paragrafo successivo 2.1).

Il paragrafo 2.2 è dedicato alla descrizione analitica del ruolo e dei compiti specifici che l'apparato normativo in esame attribuisce, rispettivamente, al produttore e al distributore in qualità di figure chiave della c.d. 'catena del valore' dei prodotti finanziari. In particolare, ci si sofferma sui seguenti aspetti cardine della disciplina: il processo di approvazione degli strumenti finanziari del produttore, la determinazione della gamma d'offerta dei prodotti e dei servizi del distributore, la '*review*' degli strumenti finanziari del produttore e del distributore, per concludere con un *focus* sui c.d. 'attori interni' dei processi di governo dei prodotti, i vertici aziendali e la funzione di *compliance*.

Con il successivo paragrafo 2.3 si fornisce una illustrazione dettagliata dei requisiti che disciplinano il fulcro della materia oggetto del presente lavoro: il *target market*, nelle sue diverse declinazioni di *target market* potenziale (del produttore) ed effettivo (del distributore), positivo, negativo e 'neutrale (o 'grigio'), con le connesse modalità di determinazione della strategia distributiva dei prodotti. Più nello specifico, si approfondiscono i seguenti elementi fondanti: le 'categorie' del *target market*, secondo le indicazioni dell'ESMA, e la granularità delle valutazioni da condurre ai fini della corretta individuazione dello stesso, anche con riferimento ai profili ESG dei prodotti e agli obiettivi di sostenibilità della clientela *target*, gli scambi informativi tra produttore e distributore, la gestione delle deviazioni 'ammissibili' dal *target market* positivo al momento della prestazione dei servizi d'investimento, nonché l'interazione tra strategia distributiva del produttore e del distributore.

Da ultimo, si chiude la trattazione con la descrizione delle esenzioni dagli obblighi di *governance* dei prodotti introdotte più di recente rispetto all'impianto originario della regola in discussione.

2.1 Il quadro normativo di riferimento

Le fonti UE di primo e secondo livello

Nell'articolato apparato legislativo unionale che regolamenta la prestazione dei servizi d'investimento[24], il cuore della disciplina vigente sul governo dei prodotti della MiFID II è racchiuso negli artt. 16, paragrafo 3 e 24 paragrafo 2 della direttiva di primo livello e nelle relative misure di esecuzione, di cui agli artt. 9 e 10 della Direttiva delegata di MiFID II.

Le disposizioni di secondo livello, che declinano in dettaglio i doveri in capo, rispettivamente, al produttore e al distributore, sono state definite mediante l'apporto al processo legislativo dell'ESMA, in qualità di Autorità di vigilanza europea dei mercati finanziari coinvolta nell'elaborazione del 'codice unico europeo' (c.d. '*Single Rule Book*') e per gli ambiti di competenza definiti dal regolamento istitutivo della medesima[25]. Con la pubblicazione nel dicembre 2014 del '*Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*'[26], l'ESMA ha dunque contribuito in modo significativo a plasmare l'istituto della *product governance*.

Peraltro, il nucleo originario delle norme in esame è già stato interessato due volte da revisioni 'mirate', che hanno integrato taluni aspetti specifici della disciplina, senza tuttavia modificarne l'impianto[27].

Il primo intervento normativo ha previsto alcune ipotesi di esenzione dall'applicazione degli obblighi di governo dei prodotti, enucleate all'interno del 'nuovo' art. 16 *bis* della direttiva di livello 1. Si tratta di una disposizione introdotta dalla Direttiva (UE) 2021/338, emanata nel quadro del c.d. '*Capital Markets Recovery Package*' (anche 'CMRP') – ovvero il pacchetto legislativo finalizzato ad agevolare la ripresa economica dell'UE *post* Covid-19 e favorire la ricapitalizzazione delle imprese sul mercato[28] – le cui radici sono tuttavia da ricercarsi, almeno per quel che attiene agli ambiti della MiFID II, nei lavori di *review* che la Commissione europea aveva avviato a partire dal 2019[29]. Giova evidenziare che la Direttiva (UE) 2021/338 è nota anche come '*Quick*

24 Si fa riferimento al sistema 'multilivello' originariamente risalente alla c.d. procedura '*Lamfalussy*', che è alla base della regolamentazione dei mercati finanziari. Per maggiori dettagli, si vedano, tra gli altri, GASPARRI G., *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti*, Quaderno giuridico della CONSOB n. 12, CONSOB, Roma, 2017; SFAMENI P. – GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, 2015 e TORCHIA L., *I poteri di regolazione e di controllo delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, Convegno per i 60 anni della Rivista delle società su 'Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore', Venezia, 13-14 novembre 2015.

25 Si veda il Regolamento (UE) 1095/2019 (detto anche 'ESMAR').

26 ESMA, *Final report. Technical advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA/2014/1569, 19 dicembre 2014, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report__esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.

27 Per una disamina della tematica si veda DELLA VECCHIA R. e NOBILE E., *La tutela dell'investitore e la disciplina della product governance*, diritto bancario.it, 7 febbraio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.dirittobancario.it/art/la-tutela-dellinvestitore-e-la-disciplina-della-product-governance/

28 Tra le misure del CMRP rientrano anche talune modifiche al Regolamento sul prospetto e degli adeguamenti al quadro dell'UE per la cartolarizzazione.

29 La crisi pandemica, in sostanza, ha accelerato il processo di rivisitazione di alcuni ambiti della normativa unionale sui servizi d'investimento, nell'ottica di meglio calibrare gli oneri di *compliance* degli intermediari, alla luce dell'esperienza

Fix', in quanto in relazione alle misure di *investor protection* della MiFID II oggetto di revisione[30], inclusa la *product governance*, ha apportato modifiche 'mirate e limitate'[31]

La seconda modifica a cui si fa riferimento riguarda la considerazione dei profili afferenti alla c.d. 'finanza sostenibile' nei processi di *product governance*, a mezzo della Direttiva delegata (UE) 2021/1269, che ha modificato la citata direttiva delegata di MiFID II. Tale provvedimento – che si innesta nell'alveo delle più ampie iniziative legislative tese alla realizzazione dell'obiettivo di un sistema finanziario che sostenga il programma dell'UE per il clima e la crescita sostenibile[32] – è stato adottato dalla Commissione europea in data 21 aprile 2021, insieme al Regolamento delegato (UE) 2021/1253 di modifica del Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione delle preferenze di sostenibilità nei requisititi di adeguatezza, con l'obiettivo ultimo di includere i profili ESG nelle procedure sottese alla prestazione dei servizi d'investimento[33].

Attraverso gli emendamenti puntuali alla Direttiva delegata (UE) 2017/593, il legislatore unionale ha, in particolare, inteso prevedere in capo agli intermediari l'obbligo di considerare la rilevanza dei 'fattori di sostenibilità'[34] sin dai processi di *product governance*, ossia già 'a monte' rispetto alle fasi dell'effettiva prestazione dei servizi

applicativa fino ad allora maturata. In proposito, Della Vecchia R. e Nobile E., *op. cit.*, para. 5, evidenziano che la predetta direttiva «è figlia non soltanto della necessità di agevolare gli investimenti nell'economia reale e consentire una rapida ricapitalizzazione delle imprese europee poste a dura prova dall'emergenza sanitaria, ma anche di alcune osservazioni già in precedenza sollevate da parte degli operatori del mercato». Gli autori fanno riferimento, in particolare, alla «consultazione pubblica indetta dalla Commissione europea tra febbraio e maggio 2020 al fine di raccogliere le opinioni dei vari attori del mercato circa il funzionamento complessivo del regime MiFID II / MiFIR a distanza di due anni dalla data della relativa applicazione e presentare, di conseguenza, al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione al riguardo [*Cfr.* artt. 90 della MiFID II e 52 del MiFIR] eventualmente corredata da una proposta di riforma del corpus normativo».

30 Rilevanti sono anche le semplificazioni intervenute nell'area della *disclosure* alla clientela.

31 Con l'utilizzo di questa espressione, il Considerando 1 della stessa direttiva ha voluto enfatizzare che «tali modifiche dovrebbero evitare di apportare cambiamenti che comportino maggiori oneri amministrativi per il settore e dovrebbero lasciare la risoluzione delle questioni legislative complesse al previsto riesame della Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio». Quest'ultimo processo di revisione della MiFID II dal carattere generale risulta in atto, al momento in cui si scrive, nell'ambito dell'iniziativa di ampio respiro nota come *'Retail Investment Strategy'* (o 'RIS'), di cui si fornirà una breve disamina alla Sezione III del quaderno, per gli aspetti di specifico interesse ai fini della materia oggetto del presente lavoro.

32 A seguito dell'adozione, nel l 2015, della c.d. 'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile', che ingloba i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (*Sustainable Development Goals* - SDGs), e della sottoscrizione, nel 2016, del correlato 'Accordo di Parigi sul clima', l'UE si è impegnata a favorire il conseguimento di un'economia e di una società più sostenibili. Le tappe principali di tale percorso sono state quindi dettagliate mediante la pubblicazione *dell''Action Plan: Financing Sustainable Growth*' dell'UE del marzo 2018 (in https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en) e del successivo '*European Green Deal*' del dicembre 2019 (in https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it).

33 Il percorso d'integrazione della 'finanza sostenibile' nel *framework* MiFID II è stato oggetto di un lungo e articolato *iter* legislativo a livello UE, avviato nel maggio del 2018, con la pubblicazione di una prima proposta di modifica di alcune disposizioni di *investor protection*, insieme ad un più ampio pacchetto di proposte normative chiave sulla materia. A seguito della pubblicazione del *Techical advice* dell'ESMA del 20 aprile 2019 «*on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*», nel giugno 2020 la Commissione europea ha sottoposto a consultazione un nuovo *set* di modifiche agli atti delegati di attuazione della MiFID II. L'esito finale di tale seconda consultazione sono le disposizioni normative sopra riportate.

34 Ai sensi dell'articolo 2, punto 24, del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), appositamente richiamato dal nuovo comma 5 dell'art. 1 della Direttiva delegata (UE) 2017/593, per 'fattori di sostenibilità' s'intendono «le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva».

d'investimento ai singoli clienti. Più nello specifico, le 'novità' introdotte si focalizzano sugli aspetti chiave della identificazione degli 'eventuali obiettivi legati alla sostenibilità' del *target market* e di revisione periodica dei medesimi in sede di riesame periodico dei prodotti, nei termini che sono illustrati nei successivi paragrafi 2.2 e 2.3[35].

Le misure di livello 3 dell'ESMA

Il contributo dell'Autorità europea nel delineare i contorni della disciplina di *product governance* di derivazione MiFID II, come la conosciamo oggi, si estende fino all'emanazione di misure di livello 3 che completano il *framework* di riferimento sulla materia[36].

In particolare, nel giugno del 2017, è stata pubblicata la prima versione degli Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della MiFID II, volti ad indirizzare gli operatori, già in sede di prima applicazione (a partire dal gennaio 2018), verso assetti procedurali conformi alla normativa e armonizzati, specialmente con riguardo alle fasi chiave della individuazione e revisione periodica del *target market* dei prodotti da parte degli intermediari produttori e/o distributori[37]. Inoltre, l'Autorità

35 Si tratta, per alcuni, di un innesto nella disciplina « avente portata ricognitiva più che innovativa, dal momento che – come osservato dalla CONSOB già nel 2020 [attraverso il Richiamo di attenzione n. 1/20 del 12 marzo 2020 avente ad oggetto: 'Prestazione di servizi di investimento e questioni ESG'] – le tematiche ESG costituiscono ormai da tempo e sempre più di frequente un '*driver* per la distribuzione di prodotti/servizi di investimento' e che gli Orientamenti ESMA sugli obblighi di *governance* dei prodotti già annoveravano gli obiettivi di sostenibilità tra i fattori da prendere in considerazione da parte di produttori e distributori ai fini della determinazione del *target market* dei prodotti finanziari emessi/distribuiti» (DELLA VECCHIA R. e NOBILE E., *op. cit.*, para. 5). In realtà, occorre tenere presente che il citato richiamo di attenzione della CONSOB si inserisce in un contesto in cui, in assenza di un sistema di presidi di tutela degli investitori disegnati attorno ai profili ESG, come quello attuale, era necessario rammentare agli intermediari l'importanza di adottare un approccio più rigoroso nella definizione delle politiche commerciali che facessero leva sull'interesse dei clienti verso la sostenibilità.

In effetti, l'ESMA, anticipando gli sviluppi normativi *in nuce* sui temi ESG, aveva colto l'occasione della pubblicazione dei primi Orientamenti in materia di *product governance* del giugno 2017 per indicare che «un prodotto può essere concepito con caratteristiche particolari per conseguire obiettivi di investimento specifici quali (...) 'l'investimento verde', 'l'investimento etico', ecc.» *(cfr.* paragrafo 18); così come nell'ambito della revisione degli Orientamenti sulla *suitability* pubblicati nel maggio 2018, l'Autorità europea aveva riconosciuto come buona prassi per gli operatori quella di «valutare gli elementi non finanziari al momento della raccolta delle informazioni sugli obiettivi di investimento del cliente e (...) raccogliere informazioni in merito alle preferenze del cliente sui fattori ambientali, sociali e di governance» *(cfr.* paragrafo 28).

L'Autorità europea ha da ultimo aggiornato i due *set* di Orientamenti sui temi di *product governane* e adeguatezza, entrambi applicabili a partire dal 3 ottobre 2023, per supportare il percorso di adeguamento dell'industria ai nuovi requisiti ESG.

36 Trattandosi di atti di *soft law*, senza effetto cogente, l'ESMA utilizza il condizionale nei propri documenti. Tuttavia, quando tali indicazioni sono emanate a mezzo di Orientamenti, essendo assoggettate al meccanismo del c.d. *'comply or explain'* da parte delle Autorità nazionali, assumono un significativo valore *'persuasivo'*. Al riguardo *Cfr.* SFAMENI P. – GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, Egea, 2015.

37 Si fa riferimento ad ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-620, 5 febbraio 2018, reperibile all'inidirizzo: https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements, adottate dall'ESMA il 2 giugno 2017, la cui traduzione ufficiale in lingua italiana (Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II) è stata pubblicata in data 5 febbraio 2018 (ESMA35-43-620 IT). A livello domestico, gli Orientamenti in parola sono stati integrati dalla CONSOB nelle proprie prassi di vigilanza, come notificato all'ESMA in ossequio al citato meccanismo di *'comply or explain' (cfr.* Avviso della CONSOB del 22 febbraio 2018).

europea ha fornito, tempo per tempo, chiarimenti applicativi su altri aspetti di rilievo della disciplina in esame, attraverso la pubblicazione di *Q&A*[38].

L'esperienza maturata nei primi anni di applicazione della disciplina, soprattutto alla luce delle evidenze emerse dalla '*Common Supervisory Action*' (o 'CSA') svolta sull'argomento nel 2021[39], ha indotto l'ESMA ad avviare una prima revisione dei propri Orientamenti del 2017. Come precisato dalla stessa Autorità europea nell'ambito del *Consultation Paper* dell'8 luglio 2022 relativo alla '*Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements*'[40], i lavori di modifica e aggiornamento del documento hanno tenuto conto anche di altri fattori. In particolare, sono state valorizzare le analisi condotte dall'*Advisory Committee on Proportionality* dell'ESMA (detto 'ACP')[41], allo scopo di individuare eventuali margini per una più efficiente declinazione del principio di proporzionalità, già insito nei requisiti sul governo dei prodotti[42]. Inoltre, sono stati previsti taluni mirati emendamenti, derivanti dalla necessità di assicurare un pieno allineamento rispetto all'evoluzione normativa di settore a livello dell'Unione, che ha interessato anche la *product governance*[43].

Ad esito del processo di pubblica consultazione di tre mesi, in data 27 marzo 2023 è stato pubblicato il *Final Report* contenente la sintesi delle risposte degli *stakeholder*, le relative valutazioni dell'ESMA e il testo definitivo degli Orientamenti aggiornati[44], che dal 3 ottobre 2023 si applicano nell'UE, incluso l'ordinamento nazionale, in sostituzione dei precedenti[45]. La CONSOB, con Avviso del 27 settembre 2023, ha infor-

38 Si veda il documento recante ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA35-43-349, 15 dicembre 2023, Sezione 16 - *Product governance*, reperibile all'indirizzo: esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf. Tra gli argomenti principali trattati dall'ESMA, spiccano le *Q&A* incentrate sulle logiche di valorizzazione delle componenti di costo nell'ambito dei processi di *design* dei prodotti da parte degli intermediari produttori, per i quali si fa rinvio al paragrafo 2.2 della Sezione I.

39 Per i dettagli su tale azione di *supervisory convergence* dell'ESMA e le relative risultanze, si rinvia al paragrafo 1 della Sezione II.

40 Si veda il documento ESMA, *Consultation Paper. Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3114, 8 luglio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114_-_cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf.

41 Si tratta di un Comitato istituito nel 2019 con funzione consultiva rispetto agli *Standing Committee* settoriali, il cui compito è condurre valutazioni in ordine alla *'*proporzionalità*'* sulla tematica di volta in volta selezionata, secondo due direttrici principali: i) aree in cui questa può essere introdotta o incrementata, anche in ragione della significativa onerosità dei requisiti previsti, ii) aree in cui la proporzionalità è già riflessa nei testi normativi, ma non risulta effettivamente applicata (o comunque non in modo consistente).

42 In particolare, gli spunti forniti dall'ACP sono alla base delle modifiche agli Orientamenti attinenti alle modalità di applicazione del c.d. *'clustering approach'* nell'identificazione del *target market*, nonché alla migliore declinazione dei criteri sottesi alla revisione periodica dei prodotti, per i cui dettagli si rinvia al paragrafo 2.3 della Sezione I.

43 Si fa riferimento alle già citate esenzioni del *Quick Fix* e ai requisiti correlati agli obiettivi di sostenibilità dei prodotti, rinviando, rispettivamente, ai paragrafi 2.4 e 2.3 della presente Sezione per un approfondimento su tali specifici aspetti innovativi della disciplina.

44 *Cfr.* ESMA, *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf.

45 La traduzione ufficiale in italiano, pubblicata in data 3 agosto 2023 contestualmente alle traduzioni nelle lingue ufficiali degli atri Stati membri dell'UE, è disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_IT.pdf.

Il recepimento degli Orientamenti da parte dei singoli Stati Membri, nonché degli EEA EFTA States (Islanda, Liechtenstein e Norvegia) è costantemente monitorato dall'ESMA. Si veda ESMA, *Compliance table on ESMA Guidelines on*

mato il mercato di avere notificato all'ESMA il proprio *comply* agli Orientamenti aggiornati, in continuità con i precedenti, ai quali – come detto – si era già conformata, integrandoli nelle prassi di vigilanza in uso presso l'Istituto.

Le fonti nazionali di riferimento

Ai fini del presente lavoro, l'impianto definitorio della materia in esame viene tracciato facendo riferimento alle fonti di legge attraverso cui la stessa è stata trasposta in sede nazionale[46].

Più in dettaglio, a livello primario, si tratta dell'art. 21, commi 2-*bis* e 2-*ter* del TUF[47], che danno attuazione agli obblighi contenuti nel citato art. 24, paragrafo 2 della MiFID II, a cui si aggiunge il comma 2-*quater* del medesimo art. 21, che riprende le esenzioni di cui all'art. 16 *bis* della MiFID II[48]. Le norme di rango secondario sono contenute nel Libro III, Titolo VIII (artt. 62-77) del Regolamento Intermediari della CONSOB – adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018[49] –, mediante il quale sono state recepite le menzionate disposizioni di cui all'art. 16, paragrafo 3 della Direttiva di livello 1 e agli artt. 9 e 10 della Direttiva delegata di MFID II, incluse le successive modifiche apportate dalla citata Direttiva delegata (UE) 2021/1269 per integrare la sostenibilità nei processi di *product governance* della MiFID II [50].

Nella descrizione della disciplina, nel prosieguo della trattazione, si tiene conto anche dei sopra citati indirizzi operativi forniti dall'ESMA, attraverso le *Q&A* e gli Orientamenti pubblicati in argomento[51].

MiFID II product governance, ESMA35-335435667-4520, 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA35-335435667-4520_Compliance_table_on_ESMA_Guidelines_on_MiFID_II_product_governance__2023_.pdf.

46 Tutte le norme di seguito richiamate si applicano non solo quando hanno ad oggetto strumenti finanziari (come definiti dall'art. 1, comma 2 del TUF), ma anche in relazione ai depositi strutturati (come definiti dall'art. 1, comma 6-*decies* del TUF), per effetto della specifica estensione dell'ambito applicativo della MiFID II ai sensi dell'art. 1, paragrafo 4 della direttiva medesima (che ha trovato attuazione nel 'nuovo' art. 25-*bis* del TUF). Ai fini del presente lavoro, i termini 'strumento finanziario' e 'prodotto finanziario' sono utilizzati in modo interscambiabile, intendendo con ciò fare riferimento all'ambito oggettivo in senso 'ampio' della *product governance* di matrice MiFID II, ossia comprensivo anche dei depositi strutturati.

47 Per il recepimento domestico della MiFID II, *Cfr.* il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

48 Tali ultime previsioni, introdotte dal sopra richiamato intervento normativo denominato *'Quick Fix'* sono state trasposte mediante il d. lgs. 10 marzo 2023, n. 31 (in vigore dall'8 aprile 2023), che ha anche integrato l'art. 1 TUF con un nuovo comma 1-*bis*.1, recante la definizione di 'clausola *make-whole*', rilevante ai fini di una delle esenzioni. Per i dettagli, si rinvia *infra* paragrafo 2.4 della presente Sezione.

49 La potestà regolamentare in materia di *product governance* nell'ordinamento italiano è infatti assegnata alla CONSOB, ai sensi dell'art. 6, comma 2, lett. b-*bis*), punto 1) a) del TUF.

50 Tali ultime disposizioni sono state recepite attraverso apposite modifiche al Regolamento Intermediari, adottate con delibera CONSOB n. 22430 del 28 luglio 2022, che si applicano dal 22 novembre 2022. Si veda CONSOB, *Relazione illustrativa di accompagnamento della delibera CONSOB 28 luglio 2022 n. 22430 di modifica del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediari, adottato con delibera 15 febbraio 2018, n. 20307*, 29 luglio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.consob.it/documents/11973/5638890/Rel_illustr_int_20220729.pdf/bffca3ac-e19c-6377-ee9d-e5011d8b4857?t=1728520467668.

51 In particolare, si fa riferimento all'ultima versione aggiornata degli Orientamenti, applicabili dal 3 ottobre 2023. In ragione della rilevanza di alcuni degli aspetti di novità del documento, si è ritenuto di darne esplicita evidenza nel testo. In assenza di una tale precisazione circa il contenuto innovativo degli Orientamenti di volta in volta citati, gli stessi sono da intendersi in continuità rispetto alla prima *release* del giugno 2017, in quanto immodificati.

2.2 Il ruolo del produttore e del distributore

Gli intermediari nella catena del valore dei prodotti finanziari

Con l'introduzione nel *framework* della MiFID II della disciplina di *product governance*, vengono a rilievo, in modo esplicito nella regolamentazione unionale dei servizi finanziari, le figure cardine della 'catena del valore' dei prodotti d'investimento: il produttore e il distributore[52].

Le norme in esame, infatti, distinguono gli intermediari che provvedono al *design* dei prodotti da quelli che curano la fase distributiva e il rapporto diretto con la clientela[53]. Si tratta di due nozioni che, fermo restando l'ambito soggettivo di applicazione della disciplina sui servizi d'investimento, sono state innestate nell'assetto normativo di riferimento con l'intento di assegnare agli intermediari obblighi ulteriori, differenziati in ragione della specifica funzione assunta lungo il processo dall'ideazione di uno strumento finanziario fino al *point of sale*[54]. La logica sottesa a tale impostazione è quella secondo cui, facendo leva sulla diversa 'natura' (nei termini descritti) dell'intermediario produttore rispetto al distributore, è possibile disegnare in modo più efficace i meccanismi di cui gli stessi devono dotarsi – come viene illustrato nel seguito del presente lavoro – per assicurare che l'interesse del cliente sia introitato tra i *driver* che orientano a monte le rispettive scelte di *business*[55].

52 Il riconoscimento del diverso ruolo svolto da *manufacturer* e *distributor* emerge in parallelo anche in altre normative settoriali coeve della MiFID II, quali in particolare il Regolamento (UE) 1286/2014 (Regolamento PRIIPs) e la citata IDD.

53 Secondo la terminologia utilizzata dall'art. 62 del Regolamento Intermediari della CONSOB, che ricalca il Considerando 15 della Direttiva delegata di MiFID II, «si intendono per: a) 'intermediari che realizzano strumenti finanziari' o 'intermediari produttori': gli intermediari che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari o che forniscono consulenza agli emittenti societari nell'espletamento di tali attività; b) 'intermediari che distribuiscono strumenti finanziari' o 'intermediari distributori': gli intermediari che offrono o raccomandano strumenti finanziari ai clienti». Con riferimento alla nozione di produttore, è utile rammentare il contributo di La Rocca G., *Introduzione alla product governance. premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, Banca Borsa Titoli di Credito, vol. 74, n. 4, 2021, p. 590. In particolare, l'autore si sofferma sulla circostanza che il «considerando n. 15 presenta qualche margine di genericità laddove sembra sufficiente la mera prestazione di una consulenza attinente al 'varo di nuovi strumenti finanziari' per vincolare l'impresa consulente al rispetto della disciplina in esame, senza la necessità di aver riguardo al concreto contenuto della consulenza prestata. Il diritto interno avvalora una tale interpretazione rigorosa con l'art. 62, lett. a, reg. CONSOB n. 20307/2018 (...). Di guisa che sembra possibile concludere che sono tenuti al rispetto della *product governance* in qualità di 'produttori', tutti gli intermediari che a qualsiasi titolo ed in qualsiasi misura abbiano partecipato al processo di elaborazione dello strumento finanziario immesso nel mercato». Tale concezione 'ampia' del produttore risulta in linea con il *Technical Advice* dell'ESMA alla Commissione europea sul livello 2 di MiFID II/MiFIR. Infatti, nel menzionato *Final report* del dicembre 2014, l'Autorità europea sottolinea: «*Article 16(3) sub-paragraph 2 of MiFID II takes an intentionally broad approach to 'manufacturers' which aims at ensuring that the requirements apply to a large scope of firms and situations*». In parallelo, per quel che concerne la definizione di distributore, il medesimo documento chiarisce che la stessa «*refers to an investment firm that offers and/or recommends investment product and services to clients. In this context, 'offers' has a wide application and is to be read in a broad sense*».

54 L'importanza di assicurare «*sufficient clarity regarding respective obligations of investment firms when acting as manufacturers, distributors or both*» appare evidente sin dal mandato della Commissione europea all'ESMA per la definizione delle norme di livello 2 sulla *product governance (cfr.* ESMA, *Consultation Paper on MiFID II/MiFIR*, ESMA/2014/549, 22 maggio 2014, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf). In proposito, si veda anche Adria F., *Innovazione finanziaria, governance del prodotto e distribuzione*, in D'Apice R., *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Il Mulino, Bologna, 2016, p. 659 e ss.

55 La disciplina unionale stabilisce, infatti, due *set* di disposizioni distinte, rispettivamente per i produttori e i distributori. Il Regolamento Intermediari della CONSOB, nel ricalcare la medesima impostazione della Direttiva delegata di MiFID

La corretta delimitazione dei contorni dell'attività in concreto svolta dall'intermediario assume, dunque, un'importanza fondamentale, in quanto incide sulle effettive competenze e responsabilità allo stesso attribuite in materia di governo dei prodotti[56].

L'individuazione dei ruoli lungo la catena del valore degli strumenti finanziari può risultare, in taluni casi, chiara e semplice, come nelle seguenti situazioni: operatori che agiscono esclusivamente nella veste di produttori, in assenza di alcun tipo di rapporto diretto con i clienti destinatari dei prodotti realizzati (c.d. '*pure*' *manufacturer*)[57]; soggetti che si focalizzano sulla sola fase d'interazione con i clienti, senza essere coinvolti nell'ingegnerizzazione dei prodotti che andranno a commercializzare (cd. '*pure*' *distributor*); intermediari che agiscono contemporaneamente da produttore e distributore (tipicamente, nel *self-placement* dei titoli di propria emissione). In tali ultime circostanze, è importante notare che, come chiarito dal Considerando 17 della Direttiva delegata di MiFID II, «dovrebbero essere applicate sia le regole di governance dei prodotti per i produttori che quelle per i distributori», senza tuttavia necessità di duplicazione dei processi (ad esempio nella determinazione del *target market* di cui si tratterà al successivo paragrafo 2.3 della presente Sezione)[58].

Ma la realtà operativa può essere ben più articolata e complessa, con il coinvolgimento di vari soggetti, talvolta anche in una veste 'ibrida'. Si pensi all'ipotesi della collaborazione nella realizzazione degli strumenti finanziari (spesso identificata con il termine di '*co-manufacturing*'), che potrebbe verificarsi, ad esempio, qualora un distributore decida di rivolgersi ad un produttore per la realizzazione di un determinato strumento finanziario le cui caratteristiche siano in grado di soddisfare dei bisogni specifici della propria clientela; oppure, si può trattare del caso di due *manufacturer* che, combinando le loro diverse *expertise*, collaborino per il confezionamento di un certo prodotto, anche quando uno dei due sia fuori dallo *scope* di MiFID II[59]. Un'altra possibile

II, prevede, all'interno del Titolo VIII del Libro III, un Capo II incentrato sugli obblighi per gli intermediari produttori e un Capo III riguardante gli obblighi per gli intermediari distributori.

56 Si vedano, tra gli altri, ADRIA F., *op. cit.*, pp. 654 e ss. e COLAERT V., *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?,* Working Paper No. 2019/2, Jan Ronse Institute for Company and Financial Law, Leuven, 2019, p. 2 ss..

57 Nella trasposizione domestica, tale concezione di produttore è catturata attraverso il riferimento, all'art. 21, comma 2-*bis* TUF, ai soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento «quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela», a prescindere quindi dalla considerazione dei propri clienti ai fini del concepimento dei prodotti, prodotti che giungerebbero, pertanto, alla clientela *target* per il tramite di intermediari terzi. *Cfr.* LA ROCCA G., *op. cit.*

58 Il medesimo approccio è coerentemente replicato anche dall'ESMA in relazione all'applicazione dei propri Orientamenti sulla materia.

59 A livello normativo, l'art. 69 del Regolamento Intermediari, nel disciplinare i rapporti di collaborazione nella realizzazione degli strumenti finanziari, anche nel caso di coinvolgimento di soggetti non autorizzati e vigilati ai sensi della MiFID II (per esempio intermediari di paesi terzi), pone in capo all'intermediario l'obbligo di stabilire le reciproche responsabilità mediante accordo scritto. Sul punto, si sofferma anche LA ROCCA G., *op. cit.*, evidenziando come «nel caso in cui il prodotto di investimento sia concepito da più intermediari non sarà ovviamente necessario che ciascun produttore proceda agli adempimenti di legge. Anzi, una soluzione del genere sarebbe forti controindicazioni perché impegnerebbe il mercato ad una mai agevole opera di coordinamento. Tale coordinamento, al contrario, dovrà essere svolto dai produttori stessi, nel senso che le indicazioni sui mercati di riferimento del prodotto e gli esiti delle relative verifiche periodiche dovranno essere espressi da un solo componente del pool, previa condivisione con gli altri produttori, i quali comunque saranno soggetti ad una comune responsabilità». Per la definizione del *target market* in tali fattispecie, *Cfr.* anche *infra* paragrafo 2.3 della Sezione I.

fattispecie è quella della c.d. 'catena di intermediazione', con la presenza di più 'anelli' che concorrono per far arrivare i prodotti fino al cliente *target*, potendo talvolta assumere, in alcuni passaggi, anche il ruolo di produttore[60].

Ad ogni modo, come detto, nell'identificare i destinatari della disciplina di *product governance* della MiFID II occorre fare riferimento allo *scope* soggettivo della direttiva. Restano certamente esclusi, quindi, dagli obblighi in parola gli emittenti *corporate*[61] e gli intermediari di paesi terzi che non siano autorizzati alla prestazione di servizi d'investimento in Italia[62].

Un'altra importante esclusione dai requisiti di *product governance* riguarda i gestori collettivi, nella loro veste di produttori che non rientrano nel perimetro della MiFID II. I medesimi soggetti sono invece tenuti ad attenersi agli obblighi in esame in qualità di distributori, qualora siano autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento, nei limiti consentiti dalla Direttiva UCITS (Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009) e dall'AIFMD (Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011), e solo con riferimento a tali servizi[63]. In sede nazionale, si è fatto un passo ulteriore, estendendo ai gestori collettivi che commercializzano OICR propri e di terzi le norme previste in capo agli

60 La casistica della catena di intermediazione è disciplinata dall'art. 76 del Regolamento Intermediari, ai sensi del quale è richiesto all'intermediario, che intrattiene il rapporto diretto con il cliente finale, di assicurare il corretto adempimento degli obblighi normativi gravanti in capo al distributore. Inoltre, ai soggetti convolti lungo la catena d'intermediazione è fatto obbligo di attrezzarsi in modo da assicurare un passaggio fluido di tutte le informazioni necessarie dal produttore fino al distributore finale (e viceversa), nonché di adempiere, laddove applicabile, agli obblighi in qualità di intermediario produttore. A titolo esemplificativo, il paragrafo 92 degli Orientamenti dell'ESMA riporta il caso di una controparte qualificata che acquista un prodotto con l'intento di distribuirlo ai clienti professionali o al dettaglio, precisando che «se in seguito la controparte qualificata apporta modifiche al prodotto prima della futura distribuzione, ciò significa probabilmente che sia tenuto ad adempiere alle disposizioni in materia di governance dei prodotti per i produttori come pure quelle per i distributori».

61 Tuttavia, attraverso la sopra richiamata ampia nozione di produttore, di cui al citato art. 62 del Regolamento Intermediari, vengono attratti agli obblighi di *product governance*, in qualità di *manufacturer*, anche gli intermediari che forniscono consulenza agli emittenti societari in occasione del lancio di 'nuovi' strumenti finanziari. Tale previsione ha sollevato dubbi applicativi in relazione al connesso obbligo dei produttori di effettuare una revisione periodica del *target market* dei prodotti realizzati *(cfr. infra)*, che in questi casi risulta di difficile realizzazione pratica, soprattutto per le emissioni che rimangono in circolazione a lungo termine. In occasione della consultazione pubblica dell'ESMA relativa all'aggiornamento degli Orientamenti in materia di *product governance*, gli *stakeholder* hanno evidenziato le descritte perplessità e, nel *Final report* del 27 marzo 2023, l'Autorità europea ha riconosciuto la necessità di un'applicazione proporzionata del requisito in tali circostanze, sollecitando nel contempo un intervento chiarificatore della Commissione europea. In particolare, nel documento si legge: «*evaluating whether the review obligation applicable to a firm that has advised a corporate issuer on the launch of a new product should be further softened*». Si rinvia al paragrafo 18 del menzionato ESMA, *Final report on MiFID II guidelines on product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3448_Final_report_on_MiFID_II_guidelines_on_product_governance.pdf.

62 Le imprese di paesi terzi (banche e imprese d'investimento) autorizzate ad operare in Italia, mediante succursale sul territorio nazionale o in regime di libera prestazione dei servizi, rientrano invece nella nozione di 'soggetti abilitati' *ex* art. 1, comma 1, lett. r) del TUF. Pertanto, tali soggetti sono tenuti ad adempiere agli obblighi ai sensi dell'art. 21, comma 2-*bis* del TUF, in qualità di *manufacturer* di strumenti finanziari eventualmente orientati anche alla clientela in Italia.

63 Ai fini della trasposizione domestica, nella definizione di 'intermediari autorizzati' assoggettati alla disciplina sui servizi d'investimento, compresi gli obblighi di *product governance*, sono infatti inclusi anche i seguenti soggetti: le società di gestione del risparmio autorizzate alla prestazione del servizio di gestione di portafogli, del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di ricezione e trasmissione di ordini, le società di gestione UE che prestano in Italia, mediante stabilimento di succursale, il servizio di gestione di portafogli e il servizio di consulenza in materia di investimenti, i GEFIA UE con succursale in Italia, che prestano il servizio di gestione di portafogli, il servizio di consulenza in materia di investimenti e il servizio di ricezione e trasmissione di ordini *(cfr.* dell'art. 35, comma 1, lett. b) del Regolamento Intermediari).

intermediari che svolgono uno o più servizi di investimento, incluse quelle di *product governance*[64]. La *ratio* di tale scelta è il livellamento del campo di gioco, funzionale ad assicurare agli investitori le medesime tutele in fase di sottoscrizione di OICR, indipendentemente dal canale di acquisto utilizzato.

È stato osservato da più parti che il mancato assoggettamento dei gestori collettivi agli obblighi di *product governance* in qualità di *manufacturer* avrebbe potuto comportare effetti indesiderati, in termini di possibile contrazione *tout court* della gamma d'offerta dei distributori, o di una maggiore propensione verso i modelli distributivi *captive* a discapito dell'architettura aperta, in ragione dei più elevati oneri di *compliance* derivanti dalla difficoltà di reperire le informazioni sui prodotti, con impatti negativi, in ultima analisi, sui clienti finali. Nella realtà operativa, l'industria del risparmio gestito ha sostanzialmente colmato questo *gap* normativo decidendo su base volontaria di determinare il *target market* degli OICR, così da agevolare l'adempimento degli obblighi da parte del mondo della distribuzione[65]. I gestori collettivi risultano, anzi, tra i principali artefici della definizione del formato *standard* in uso nel mercato per l'invio ai distributori delle informazioni sul *target market* dei prodotti e delle relative strategie distributive – il c.d. EMT o '*European Mifid Template*', di cui si tratterà al successivo paragrafo 2.3 della presente Sezione. Rimane comunque auspicabile un intervento normativo volto a superare in modo chiaro e definitivo tale lacuna nel perimetro soggettivo della disciplina, lacuna che l'ESMA aveva rilevato già nel dicembre del 2014 in occasione del *technical advice* alla Commissione europea sul livello 2 di MiFID II e del Regolamento UE n. 600/2014[66]. Al riguardo, un segnale positivo sembra potersi cogliere nel quadro delle proposte del sopra richiamato 'pacchetto RIS' sulla materia, per effetto della prospetta introduzione di un processo di valutazione del '*Value for Money*' dei prodotti quale obbligo previsto in capo non soltanto agli intermediari assoggettati alla MiFID II, ma anche ad altri operatori, inclusi i gestori colletti, a mezzo dell'innesto di tale requisito direttamente nella Direttiva UCITS e nella AIFMD[67]. Tuttavia, non emergono novità, almeno allo stato del negoziato in corso al momento in cui si scrive, circa l'intenzione del legislatore unionale di prevedere per i gestori collettivi un allineamento 'pieno' ai requisiti della *product governance* del produttore di matrice MiFID II.

64 *Cfr.* artt. da 107 a 109 del Regolamento Intermediari.

65 Si vedano, in particolare, Busch D., *Product governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR*, in Busch D., Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford, 2016, p. 124, para. 5.04, Della Vecchia R. e Nobile E., *op. cit.*, para. 3 e Colaert V., *op. cit.,* p. 13. Quest'ultimo lavoro, in particolare, riprende numerosi contributi degli stakeholder, così come emersi in occasione della consultazione pubblica dell'ESMA preliminare all'emanazione della prima versione degli Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II, pubblicati nel 2017.

66 Si veda il citato ESMA, *Final report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA/2014/1569, 19 dicembre 2014, nel cui ambito, al paragrafo 9 della sezione 2.7, viene evidenziato che «*going forward ESMA considers that the EC should consider the possibility to align the relevant UCITS and AIFMD articles with the product governance obligations for manufacturers*».

67 Analoga previsione è introdotta in parallelo anche nella IDD con riferimento agli IBIP. Per maggiori dettagli sui principali contenuti della RIS in relazione alla disciplina oggetto del presente lavoro, si rinvia al paragrafo 2 della Sezione III.

Gli elementi chiave degli obblighi in capo ai produttori e ai distributori

Uno degli aspetti più innovativi e certamente caratterizzanti della *product governance* risulta l'attribuzione di un ruolo centrale al *product manufacturer*, quale primo anello della catena produttore-distributore-cliente, chiamato a concepire i prodotti avendo come bussola il soddisfacimento delle esigenze della clientela finale. Pur nella sua configurazione più 'estrema' di produttore puro, in cui non è prevista un'interazione diretta con gli investitori finali, tale soggetto è infatti tenuto a dotarsi delle misure necessarie ad assicurare che i prodotti siano, appunto, in grado di soddisfare i bisogni e le caratteristiche della clientela 'teorica' destinataria degli stessi (il c.d. *target market* 'potenziale' o 'TMP', di cui si tratterà in dettaglio al paragrafo 2.3 della presente Sezione), nonché a decidere la strategia distributiva più idonea per raggiungere i clienti che corrispondono a tale descrizione[68].

Il distributore, che agisce da anello di congiunzione tra il produttore e l'investitore finale, in quanto titolare della relazione con la clientela, è a sua volta interessato da novità significative con l'innesto dei requisiti di governo dei prodotti della MiFID II. In particolare, gli è fatto obbligo di condurre, in via anticipata rispetto al momento dell'effettiva prestazione dei servizi d'investimento, valutazioni circa la compatibilità tra i prodotti e i servizi che s'intendono offrire e i bisogni e le connotazioni della clientela 'reale' a cui gli stessi sono destinati (il c.d. *target market* 'effettivo' o 'TME', le cui specificità saranno illustrate al successivo paragrafo 2.3 della presente Sezione)[69].

Nell'insieme, si registra quindi un importante cambio di paradigma rispetto ai canoni tradizionali della disciplina sui servizi d'investimento – rinvenibili nella ISD e fino alla prima versione della MiFID –, tipicamente improntati all'applicazione di regole di trasparenza e di condotta nel rapporto con il singolo cliente al *point of sale*. Tali presidi rafforzano i requisiti di *product governance*, senza soppiantarli, ponendosi, a livello di processi, in un momento logicamente successivo[70]. Nel disegno del legislatore

68 Il citato art. 21, comma 2-bis del TUF stabilisce che, «quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target».

69 Ai sensi del sopra richiamato art. 21, comma 2-*ter* del TUF, i distributori sono tenuti a «conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-*bis* [identificato dal produttore] e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».

70 L'articolo 16, paragrafo 3 della MiFID II stabilisce infatti che «le politiche, i processi e le disposizioni menzionate nel presente paragrafo [afferenti al governo dei prodotti] lasciano impregiudicati tutti gli altri obblighi della presente Direttiva e del Regolamento (UE) n. 600/2014 compresi quelli relativi a informativa, adeguatezza e appropriatezza, identificazione e gestione di conflitti di interesse e indebiti incentivi». Nel medesimo solco, la Direttiva delegata di MiFID II, nel dettagliare gli obblighi in capo ai distributori, attraverso l'articolo 10, paragrafo 3 attribuisce agli Stati membri il compito di prescrivere che «quando le imprese di investimento decidono la gamma di strumenti finanziari e di servizi offerti o raccomandati e i rispettivi mercati di riferimento, esse mantengano le procedure e le misure volte a garantire il rispetto di tutti i requisiti applicabili a norma della Direttiva 2014/65/UE, compresi quelli relativi a informativa, adeguatezza e appropriatezza, incentivi e corretta gestione dei conflitti di interesse». Nell'ordinamento domestico, le citate previsioni risultano assorbite dai principi generali di diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti, in conformità all'art. 21, comma 1 del TUF, principi che si applicano anche agli intermediari assoggettati agli obblighi di *product governance* ai sensi dei sopra richiamati commi 2-*bis* e 2-*ter* del medesimo art. 21 del TUF.

unionale, infatti, le misure 'a monte' di governo dei prodotti, in capo all'asse produttore-distributore, e quelle 'a valle', attinenti alla sfera del distributore nell'interazione diretta con i clienti finali, agiscono in modo integrato: le prime, svolgendo una funzione di iniziale 'filtro', dovrebbero scremare dall'universo investibile i prodotti che non risultano compatibili con le caratteristiche e i bisogni della clientela *target*, consentendo, ulteriormente, di meglio indirizzare l'offerta verso i destinatari 'ideali'; le seconde, fungendo da 'rete di sicurezza', attraverso i vincoli imposti dall'applicazione delle regole di condotta e di trasparenza, dovrebbero limitare la distribuzione ai singoli investitori di quei prodotti, non correttamente 'orientati', che dovessero travalicare gli argini preliminarmente individuati, mitigando quindi i rischi di *mis-selling*[71].

Nel complessivo impianto dell'*investor protection* della disciplina dei servizi d'investimento, nei termini rinnovati dal pacchetto MiFID II/MiFIR, la costruzione descritta viene completata dai poteri di *product intervention*, introdotti quali misura di ultima istanza per consentire alle Autorità europee e nazionali di colpire, bloccandola, la commercializzazione dei prodotti che dovessero arrivare comunque fino ai clienti[72], superando le maglie dei presidi attuati dagli intermediari – anche attraverso pratiche finanziarie scorrette[73].

Le norme fin qui ripercorse evidenziano quale ulteriore tratto distintivo della *product governance* l'approccio c.d. '*bottom-up*', che consiste nel mettere in primo piano i bisogni della clientela lungo tutto il 'ciclo di vita' dei prodotti, dalla fase dell'ideazione da parte del produttore fino al momento in cui gli stessi raggiungono il cliente finale, per il tramite del distributore (fermo restando, come detto, che si tratta

71 Il considerando 15 della Direttiva delegata di MiFID II sottolinea infatti che «al fine di evitare e ridurre sin dall'inizio potenziali rischi di mancato rispetto delle regole di protezione degli investitori, le imprese di investimento che producono e distribuiscono strumenti finanziari dovrebbero adempiere agli obblighi di governance dei prodotti». L'intervento chiarificatore dell'ESMA in argomento ulteriormente precisa che «l'obbligo per il distributore di individuare il mercato di riferimento reale e di assicurare che un prodotto sia distribuito conformemente al mercato di riferimento reale non è sostituito da una valutazione dell'idoneità o dell'adeguatezza [rectius dell'adeguatezza o dell'appropriatezza], ma deve essere rispettato in aggiunta a tale valutazione e prima della stessa. In particolare, l'individuazione, per un dato prodotto, del relativo mercato di riferimento e della strategia di distribuzione correlata dovrebbe garantire che il prodotto giunga alla tipologia di clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi il prodotto è stato concepito, piuttosto che a un altro gruppo di clienti per cui il prodotto potrebbe non essere compatibile» *(cfr.* par. 41 degli Orientamenti dell'ESMA).

72 In verità, la portata dei poteri di *product intervention* è ancora più pregnante, e tale da poter riguardare prodotti già diffusi sul mercato, ma anche quelli non ancora distribuiti. Secondo le disposizioni del MiFIR, infatti, le competenti Autorità nazionali ed europee possono imporre divieti o restrizioni, «*on a precautionary basis*», prima che lo strumento finanziario sia stato commercializzato o venduto agli investitori.

73 Cfr., tra gli altri, ADRIA F., *op. cit.*, p. 658, BUSCH D., *op. cit.*, para. 5.41, DELLA VECCHIA R. e NOBILE E., *op. cit.*, para. 4, MOLONEY, N., *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, in European Business Organisation Law Review, vol. 13, 2012, p. 181 e MARINO R., *La tutela dell'investitore retail, tra 'spinte gentili', strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, Giustizia Civile, vol. 1, 2023, p. 124. Nell'ultimo contributo citato, viene posto in evidenza che, ad esito dell'evoluzione normativa, «la disciplina affianca ai presidi di trasparenza e ai doveri di protezione già esistenti regole funzionali a proteggere l'investitore dai propri limiti cognitivi – e quindi da sé stesso – attraverso lo strumento regolatorio del **target market assessment**. In tale direzione la normativa posta dalla MiFID II rafforza i poteri in capo alle Autorità di vigilanza, mediante la previsione di specifiche misure di intervento sui prodotti». Alcuni in dottrina hanno criticato tale svolta in senso 'paternalistico' della normativa dell'UE, evidenziando profili critici nell'interazione tra i presidi a monte e a valle, come ad esempio DELLA TOMMASINA L., *op. cit.*, p. 264.

di valutazioni che gli intermediari integrano nei processi svolti in via anticipata rispetto al momento dell'effettiva prestazione dei servizi d'investimento ai singoli clienti)[74].

Si anticipa fin d'ora che la natura 'circolare' di tali processi rappresenta un altro elemento saliente della disciplina, che prevede, infatti, una revisione periodica dei prodotti sulla base dell'esperienza d'investimento del cliente, da riportare indietro al produttore per il tramite del distributore seguendo il percorso a ritroso (*cfr. infra* all'interno di questo paragrafo).

In concreto, l'ampiezza e la pervasività dei compiti e delle connesse responsabilità che la disciplina incardina, rispettivamente, nella figura del produttore e del distributore vanno misurate in base alle caratteristiche specifiche delle diverse realtà operative[75]. In mercati come quello italiano, a larga dominanza dell'industria della distribuzione rispetto ai sistemi a prevalenza di produttori, risulta ad esempio preponderante la rilevanza dei presidi di *product governance* posti in capo al distributore, con conseguenti riflessi anche sull'azione di vigilanza dei regolatori locali[76].

Inoltre, giova rimarcare come il corretto funzionamento dei meccanismi sopra tracciati sia fondato su un articolato intreccio di regole organizzativo-procedurali, che sarà descritto nel prosieguo della trattazione. In particolare, si tratta di previsioni che, oltre a disciplinare i processi del produttore e del distributore, come detto, in modo differenziato, delineano le modalità d'interazione e scambio informativo tra i due, con un livello di dettaglio piuttosto elevato. In tale quadro, il principio di proporzionalità, immanente nella normativa sui servizi d'investimento, assume una rilevanza specifica. È, infatti, espressamente previsto che gli obblighi in capo al produttore e al distributore debbano essere applicati in modo appropriato e proporzionato, tenuto conto della natura del servizio di investimento, dello strumento finanziario e del relativo mercato di riferimento[77]. Le ricadute di tale impostazione sono evidenziate nel corso del presente lavoro, di volta in volta dove pertinente[78].

Infine, per completezza ricostruttiva dell'impianto normativo sulla materia, occorre tenere a mente che la violazione degli obblighi di governo dei prodotti espone gli intermediari, oltre che a possibili azioni sanzionatorie amministrative da parte delle

74 Si fa riferimento, in tal senso, alla determinazione di un'offerta di prodotti che dovrebbe essere *'demand driven' (cfr.* ADRIA F., *op. cit.*, p. 644). Qualcuno sembra propone una lettura diversa secondo cui, «in base al tenore letterale del Regolamento Intermediari, il processo di *product governance* appare improntato ad una struttura di tipo *'top-down'*, nella quale l'iniziativa di avviare la creazione del prodotto è sempre affidata al *manufacturer*», salvo poi riconoscere la possibilità di un approccio appunto di tipo *'bottom-up'* che, «richiede naturalmente appropriate forme di contatto tra il distributor e la clientela di riferimento, fermo restando che sarà sempre e comunque il *manufacturer* a dover creare il prodotto e definirne il funzionamento» *(cfr.* DELLA VECCHIA R. e NOBILE E., *op. cit.*, para. 2).

75 *Cfr.* ADRIA F., *op. cit.*, p. 661.

76 Nel rinviare al paragrafo 1 della Sezione II per i dettagli sulla CSA dell'ESMA del 2021 incentrata sui requisiti di *product governance*, si evidenzia sin d'ora che, anche a livello UE, nel complesso si è registrato il coinvolgimento di un numero significativamente maggiore di intermediari nella veste di distributori, o con un ruolo 'misto' di produttore e distributore.

77 *Cfr.* artt. 70 e 77 del Regolamento Intermediari. La medesima logica di proporzionalità è chiaramente riflessa anche negli Orientamenti dell'ESMA sulla materia.

78 Con specifico riferimento alla graduazione rispetto alla natura del cliente (professionale *vs* non professionale o *retail*), si rinvia anche al paragrafo 2.4 della Sezione I per i dettagli sull'intervento legislativo *ad hoc* riguardante le controparti qualificate, nell'ambito del già menzionato c.d. *Quick Fix*.

Autorità di vigilanza nazionali competenti, anche a forme di responsabilità privata: i singoli investitori possono difatti agire in sede civile o tramite organismi ADR-*Alternative Dispute Resolution* (ossia di risoluzione alternativa delle controversie) per la tutela della propria posizione individuale in relazione ai processi di vendita dei prodotti che risultino non conformi alle previsioni della disciplina in materia di *product governance*[79].

Il processo di approvazione degli strumenti finanziari del produttore

Per quel che riguarda il *manufacturer*, il fulcro dei processi di *governance* dei prodotti è la fase di c.d. '*product approval*'[80], che è previsto si applichi ad ogni strumento finanziario, prima della sua commercializzazione o distribuzione alla clientela, nonché in caso di modifiche rilevanti degli strumenti finanziari esistenti[81].

Si tratta, infatti, del momento in cui il produttore, nel definire le caratteristiche degli strumenti finanziari che intende realizzare, individua la clientela destinataria dei medesimi e la relativa strategia distributiva (*cfr.* anche paragrafo 2.3 della presente Sezione), attraverso lo svolgimento delle seguenti attività, così come specificamente delineate dalle norme:

i) valutazione dei potenziali conflitti d'interesse strettamente connessi all'ingegnerizzazione dei prodotti (anche con riguardo ai sistemi di remunerazione e incentivazione adottati), al fine di assicurare che questi non siano causa di pregiudizio per i clienti finali, prestando particolare attenzione ad evitare quelle *feature* che possano privilegiare la redditività del *business* dell'intermediario a discapito del soddisfacimento dei bisogni dei clienti[82];

ii) analisi di scenario volte a individuare eventuali situazioni di rischio in cui l'investimento nello strumento finanziario possa determinare effetti negativi per i clienti finali;

79 Al momento, le evidenze relative all'applicazione dell'*enforcement* privato in materia di ***product governance*** risultano ancora limitate, riflettendo, almeno in parte, la relativa recente introduzione di questa specifica disciplina nel quadro delle regole applicabili alla prestazione dei servizi d'investimento mediante il pacchetto normativo MiFID II/MiFIR.

80 *Cfr.* art. 65 del Regolamento Intermediari.

81 Oltre all'interesse dell'investitore in senso stretto, tra i fattori da considerare in vista del 'lancio' di uno strumento finanziario è indicata anche la valutazione circa l'eventualità che lo stesso possa rappresentare una minaccia per il buon funzionamento o per la stabilità dei mercati finanziari.

82 Quale esemplificazione di un possibile conflitto d'interessi da considerare, il Regolamento Intermediari riporta la situazione di un cliente che si possa trovare a detenere un'esposizione opposta a quella precedentemente detenuta dall'intermediario, oppure a quella che l'intermediario intende detenere dopo la vendita dello strumento. Come evidenziato da La Rocca G., *op. cit.*, p. 599, «la disposizione in esame trae spunto dalle esperienze maturate sul mercato in ordine alle condotte concrete poste in essere in passato dagli operatori professionali. Più precisamente, (...) si riferisce alla circostanza, ampiamente provata ed ammessa dalle imprese finanziarie nelle audizioni condotte dal Senato USA nell'aprile 2010: avveniva che Goldman Sachs ed altri prendessero posizione contro i titoli da essi stessi venduti ai clienti. In altre parole, conoscendo le debolezze del titolo, si ripromettevano di guadagnare a seguito delle perdite che i loro stessi clienti avrebbero subito». Giova rammentare che, trovando applicazione la disciplina generale sui conflitti d'interesse di MiFID II, rilevano in tale fase anche le previsioni di cui all'art. 41, paragrafo 3 del Regolamento (UE) 2017/565, concernenti l'attività distributiva di titoli di propria emissione (*self-placement*), in cui si realizza una coincidenza tra produttore e distributore, con conseguente applicazione, come sopra evidenziato, degli obblighi in capo ad entrambe le figure. La norma richiamata esplicitamente contempla l'ipotesi che l'intermediario possa decidere di astenersi dallo svolgere l'attività, laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente, in modo da evitare effetti negativi per i clienti.

iii) determinazione della struttura di costo dei prodotti e del profilo di rischio/rendimento.

Con riferimento alle analisi di scenario, sono individuate, a titolo esemplificativo, talune delle 'condizioni negative' che dovrebbero essere considerate nello svolgimento del processo in questione, quali: il deterioramento delle condizioni di mercato, eventuali difficoltà finanziarie del produttore o altri rischi di controparte, problemi nella commercializzazione del prodotto, ovvero il verificarsi di situazioni in cui la domanda del prodotto risulti significativamente più elevata rispetto all'offerta, provocando uno *stress* sulle risorse dell'intermediario o sul mercato del prodotto.

Per quel che riguarda la definizione della struttura di costo dei prodotti, i produttori sono tenuti a valutare che i costi e gli oneri dello strumento finanziario: a) siano compatibili con le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche del mercato di riferimento; b) non compromettano le aspettative di rendimento dello strumento finanziario[83]; c) la struttura di costo sia trasparente per la clientela *target*, senza nascondere componenti di costo e senza risultare troppo difficile da comprendere.

Si nota che, nell'obbligo vigente in capo al produttore di assicurare che i costi dei prodotti siano tali da non compromettere le aspettative di rendimento dell'investimento, si possono intravedere i semi del c.d. '*value for money*', che la proposta della RIS rafforza richiedendo di valutare se tali costi siano 'giustificati e proporzionati' ed estendendone la portata anche al distributore (si rinvia *infra* paragrafo 2 della Sezione III per maggiori dettagli sul tema).

La centralità dell'elemento della '*charging structure*' dei prodotti, nell'ambito del processo di approvazione del *manufacturer*, ha spinto l'ESMA a formulare taluni chiarimenti applicativi mediante la pubblicazione di tre *Q&A*[84]. L'Autorità europea si sofferma, innanzitutto, sull'importanza per gli intermediari produttori di definire procedure robuste che consentano di identificare tutte le componenti di costo (esplicite e implicite) dei prodotti che s'intendono realizzare, incluse quelle connesse alla distribuzione (ad esempio per il pagamento di eventuali incentivi)[85]. Per quanto concerne l'impatto sulle aspettative di rendimento dei clienti, l'ESMA enfatizza la necessità di effettuare opportune simulazioni tenendo conto di tutti i costi (impliciti ed espliciti)[86].

83 A titolo d'esempio, la norma menziona il caso in cui i costi o oneri eguaglino, superino o eliminino quasi integralmente i vantaggi fiscali attesi relativi a un dato strumento finanziario.

84 Si fa riferimento alle *Q&A* nn. 2, 3 e 4 della sezione 16, pubblicate il 6 novembre 2020, incluse nel citato documento ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA35-43-349, 15 dicembre 2023.

85 Tali procedure dovrebbero: essere sufficientemente dettagliate, ad esempio con riferimento ai parametri considerati, alle fonti utilizzate e alla frequenza degli aggiornamenti; prevedere una chiara identificazione dei ruoli e responsabilità dei soggetti coinvolti; essere assoggettate all'approvazione del *management body* e al controllo della funzione di *compliance*.

86 A tal fine, vengono indicati, a titolo esemplificativo, alcuni approcci possibili quali «*assess the consistency between costs and return of a complex product through the Monte Carlo methods. Alternatively, or additionally, firms could, for example, undertake a scenario analysis to assess whether the costs of the product (implicit and explicit) are inferior to the expected return. For instance, where the product qualifies as a PRIIPs, firms should assess whether the costs (implicit and explicit) do not undermine the product's expected return in a 'moderate' scenario as referred to in Article 3(3) of the PRIIPs RTS. Firms could also assess whether the expected net return is consistent with those expected for similar products available on the market*» (cfr. Q&A n. 3 dell'ESMA sopra citata).

Infine, vengono fornite alcune esemplificazioni di modalità attraverso cui è possibile ridurre il grado di opacità della struttura di costo dei prodotti, migliorarne la comprensibilità da parte dei clienti ed evitare *bias* comportamentali[87].

Inoltre, nella versione aggiornata degli Orientamenti dell'ESMA del 2023, alla luce dell'esperienza applicativa, viene posta un'enfasi rafforzata sull'utilizzo delle analisi di scenario e delle valutazioni in ordine alla determinazione della struttura di costo dei prodotti che l'intermediario intende realizzare ai fini di una più corretta identificazione del relativo *target market* potenziale. A titolo esemplificativo, si fa riferimento alla situazione in cui «*le analisi di scenario effettuate dall'impresa possono rivelare che il valore di un prodotto è particolarmente sensibile a condizioni di mercato negative, il che porta all'individuazione di un mercato di riferimento più ristretto in termini di tolleranza al rischio dei clienti*»; oppure ancora se «*l'analisi della struttura delle spese effettuata dall'impresa può rivelare che la struttura delle spese del prodotto non è compatibile con il mercato di riferimento identificato, inducendo l'impresa a modificare la struttura delle spese* [rectius dei costi] *del prodotto e/o a rivalutare il mercato di riferimento*»[88].

La determinazione della gamma d'offerta e servizi del distributore

Mentre per il produttore, come detto, gli obblighi di *product governance* incidono sulla fase del *design* dei nuovi prodotti e sulla revisione di quelli esistenti, nel caso del distributore il *focus* è posto sulla definizione della gamma d'offerta dei prodotti e servizi da destinare alla clientela, tenendo conto delle caratteristiche ed esigenze della medesima.

Si tratta dunque, come evidenziato negli Orientamenti dell'ESMA, della fase in cui l'intermediario decide *ex-ante*, ossia prima dell'interazione diretta con i singoli clienti nella prestazione dei servizi di investimento, le proprie strategie di *business*, che includono anche le modalità di determinazione degli obiettivi di *budget* e delle politiche di remunerazione del personale. Tali scelte di *policy*, assunte 'a monte' dagli organi apicali (*cfr.* anche *infra*) vengono poi trasmesse lungo le linee gerarchiche fino allo *staff* che si trova a diretto contatto con la clientela, orientandone le condotte[89].

È questo il momento in cui l'approccio '*bottom-up*' sopra richiamato dovrebbe trovare piena concretizzazione attraverso la valutazione dei bisogni della clientela da soddisfare, che può essere più o meno approfondita a seconda dei servizi prestati, in

87 In particolare, la citata *Q&A* n. 4 riporta il seguente elenco (non esaustivo) di comportamenti 'virtuosi' a cui l'ESMA ritiene che gli intermediari dovrebbero attenersi: «*- Ensure that artificially low initial rates/costs are not used to attract and mislead unsophisticated clients; - Avoid the use of unnecessarily complex formulas for the determination of costs; - Avoid too many cost components or unnecessarily splitting cost components in too many elements if this reduces clarity; - Consider, in cases where the cost structure is particularly complex, the possibility of some form of testing of the cost disclosures to ensure that these are not too complex to understand based on the characteristics of the target clients; - Assess whether there is no duplication of costs (e.g. the same type of fee is not included in two different cost categories) and ensure that costs are properly separated and accounted for*».

88 *Cfr.* par. 14 degli Orientamenti dell'ESMA.

89 *Cfr.* in particolare i parr. 34-36 degli Orientamenti dell'ESMA.

ragione delle regole di condotta ad essi associate (adeguatezza *vs* appropriatezza[90]). A titolo d'esempio, potrebbe essere effettuata, per gruppi di clienti con caratteristiche omogenee, una *gap analysis* tra la composizione attuale dei relativi portafogli e un'*asset allocation* che l'intermediario identifica come 'ottimale' al fine di meglio rispondere alle esigenze dei medesimi. Una volta individuati i bisogni dei propri clienti e tenendo conto delle caratteristiche dei medesimi, l'intermediario potrà definire il catalogo dei prodotti in grado di soddisfarli. Risulta di tutta evidenza la diversità tra l'impostazione qui tratteggiata e l'approccio in cui l'intermediario decida preliminarmente le tipologie di prodotti su cui concentrare gli sforzi commerciali, per scopi di redditività e crescita del *business*, verificando successivamente gli eventuali 'spazi' per inserirli nei portafogli della clientela.

In tale cornice, l'ESMA chiarisce che, nei casi in cui, sulla base di tutte le informazioni disponibili ritenute ragionevolmente utili ai fini dei processi di *governance* dei prodotti, risulti che un dato prodotto non sarà mai compatibile con le caratteristiche e i bisogni della propria clientela, il distributore non dovrebbe includerlo in gamma d'offerta[91].

In ottica di completezza, giova rammentare che, nel complessivo apparato della MiFID II, la fase di definizione della gamma d'offerta del distributore è influenzata anche dall'obbligo di effettuare un confronto in termini di costi e complessità tra prodotti equivalenti, che il legislatore unionale ha introdotto nell'ambito dei requisiti per la valutazione di adeguatezza degli investimenti nei servizi di consulenza in materia d'investimenti e di gestione di portafogli[92]. Dagli esiti della *Common Supervisory Action* avente ad oggetto la regola della *suitability* nel quadro della MiFID II, svolta dall'ESMA nel 2020, è infatti emerso che molti intermediari, seguendo le indicazioni fornite dall'Autorità europea negli Orientamenti sulla materia[93], hanno implementato processi

90 L'obbligo di valutazione di adeguatezza, previsto in relazione ai servizi di consulenza in materia d'investimento e di gestione di portafogli, comporta infatti l'acquisizione di un *set* ampio di informazioni afferenti alla conoscenza ed esperienza del cliente, alla sua situazione finanziaria, compresa la capacità di sostenere le perdite, e agli obbiettivi d'investimento, compresa la tolleranza al rischio. Nei servizi esecutivi, si applica la valutazione di appropriatezza, che fa riferimento alla sola conoscenza ed esperienza del cliente. Nel caso, invece, di operatività in regime di *execution-only*, riferita a un novero più ristretto di prodotti non complessi, non è invece richiesta la raccolta di alcun tipo di informazione dall'investitore. Gli Orientamenti dell'ESMA fanno riferimento alla possibilità di utilizzare qualsiasi informazione e dato ritenuto ragionevolmente utile, anche acquisiti con modalità diverse dalla prestazione dei servizi d'investimenti o accessori o di investimento. A titolo d'esempio, «un distributore può avere clienti con depositi bancari a cui intende offrire servizi di investimento» *(cfr.* paragrafo 45).

91 *Cfr.* par. 40 degli Orientamenti dell'ESMA.

92 Si fa riferimento all'art. 54, par. 9 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 di attuazione della MiFID II, ai sensi del quale gli intermediari «dispongono di appropriate politiche e procedure, dimostrabili, per assicurare di essere in grado di comprendere la natura e le caratteristiche, compresi i costi e i rischi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti e di valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi di investimento o strumenti finanziari equivalenti possano corrispondere al profilo del cliente».

93 Il passaggio rilevante degli Orientamenti dell'ESMA, rispetto ai requisiti di adeguatezza della MiFID II, è contenuto nell'orientamento 9, par. 94, nel cui ambito viene chiarito che «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), sebbene un'impresa debba comunque assicurare che i prodotti di investimento selezionati siano adatti e soddisfino il profilo di ogni singolo cliente». *Cfr.* ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA35-43-3172, 3 aprile

centralizzati volti ad effettuare la valutazione in termini di costi e complessità dei prodotti equivalenti 'a monte', tipicamente attraverso l'adozione di meccanismi di efficientamento del catalogo prodotti che conducono a scartare, all'interno di ciascun raggruppamento omogeneo di prodotti, quelli caratterizzati da costi più elevati (cd. '*outlier*')[94].

Il distributore, come detto, è tenuto a focalizzarsi anche sulla scelta dei sevizi d'investimento tramite i quali incanalare i prodotti in catalogo verso i clienti[95]. In particolare, secondo gli indirizzi dell'ESMA, occorre individuare i prodotti che s'intendono raccomandare, o comunque 'spingere attivamente' verso specifici gruppi di clienti connotati da caratteristiche comuni (in termini, ad esempio, di conoscenza, esperienza e situazione finanziaria), diversamente dagli strumenti che potrebbero essere resi disponibili ad iniziativa dei clienti attraverso la sola prestazione di servizi esecutivi, senza condotte proattive, avendo a mente che in tali circostanze, data la tipologia di servizi interessati, l'intermediario potrebbe non avere a disposizione tutte le informazioni necessarie per svolgere una compiuta analisi delle caratteristiche della clientela *target*. Le valutazioni in esame sono soggette alla logica di proporzionalità anche con riferimento alla natura specifica dei prodotti considerati, richiedendo maggiore attenzione quando gli strumenti siano caratterizzati da particolari profili di complessità o rischio, ovvero anche da altri fattori rilevanti, quali l'illiquidità o l'innovazione finanziaria[96].

Infine, in considerazione delle finalità di ricostruzione normativa del presente lavoro, occorre rammentare che, ancora in vigenza della MiFID I, la CONSOB aveva di fatto anticipato alcuni dei concetti chiave sopra richiamati, avendo a mente le specificità del sistema italiano, da sempre fortemente orientato verso il mercato della distribuzione, spesso in modalità *self-placement*. Si fa riferimento, da un lato, alla Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 relativa alla distribuzione di prodotti

2023., reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf.

94 *Cfr.* ESMA, *Public Statement. ESMA presents the results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-2748, 21 luglio 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2748_public_statement_on_2020_csa_on_suitability.pdf.

In particolare, i parr. 27 e 28 del citato documento chiariscono che «*what emerged from the CSA is that, for those firms that implemented policies and procedures, the assessment of cost and complexity for equivalent products is indeed mainly performed centrally in the context of the product approval process (within the relevant committees) and less attention is brought to it at the level of the point of sale when an advisor selects a financial instrument among different suitable alternatives (client level). These processes are therefore applied ex-ante, i.e. at the stage when the firm's product offering (for advisory services) is defined (or updated). In this respect, the analysis of sampled firms' policies and procedures shows that the new MiFID II obligation of assessing equivalent products, taking into account cost and complexity, has mainly been implemented in practice as a means of defining a more efficient assortment of products for the provision of investment advice ('efficiency test'). In practice, this means that firms aim to ensure that, within each cluster of equivalent products the level of costs is comparable, by often excluding, therefore, products characterised by higher costs ('outliers'). This is however not true for all firms/Member States*».

95 Si rinvia anche al paragrafo 2.3 della Sezione I per ulteriori dettagli in merito alla strategia distributiva in senso ampio, nei termini in cui è trattata dall'ESMA fino ad abbracciare le fasi di promozione e *marketing* dei prodotti.

96 A titolo d'esempio, l'ESMA rileva infatti che «se un distributore è in possesso di informazioni dettagliate su taluni clienti (ad esempio, mediante un rapporto in essere per fornire loro consulenza in materia di investimenti), potrebbe decidere che, tenuto conto del particolare profilo di rischio/rendimento di un prodotto, l'interesse di tale gruppo di clienti sarebbe conseguito meglio qualora per essi fossero esclusi i servizi di esecuzione. Analogamente, il distributore potrebbe decidere che taluni prodotti non complessi, che potrebbero essere eventualmente offerti nel quadro del regime di sola esecuzione, saranno offerti unicamente secondo requisiti di adeguatezza o di idoneità, al fine di assicurare un livello maggiore di tutela ai clienti» *(cfr.* paragrafo 37 Orientamenti dell'ESMA).

finanziari illiquidi, con cui è stata, tra l'altro, enunciata l'importanza di attuare delle cautele specifiche nella determinazione delle politiche commerciali degli intermediari[97]; dall'altro, si rammenta la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, attraverso la quale la CONSOB aveva fatto proprie alcune indicazioni preliminari dell'ESMA in tema di *governance* dei prodotti, rilevanti anche in termini di aspettative poste in capo ai *manufacturer*[98]. Alla luce dell'evoluzione della disciplina unionale in materia di prestazione dei servizi d'investimento, le citate Comunicazioni sono state revocate, in data 3 febbraio 2023, in quanto ormai incorporate nel rinnovato quadro normativo di riferimento[99].

La 'review' degli strumenti finanziari del produttore e del distributore

Il 'processo di revisione' dei prodotti realizzati e commercializzati, che gli intermediari sono tenuti ad effettuare periodicamente, nella veste di produttore e distributore, rappresenta – come accennato – uno dei tasselli fondanti dell'impianto della *product governance*, in quanto consente di accertare che i prodotti continuino, nel tempo, a rimanere coerenti con le esigenze del mercato *target* e che la relativa strategia distributiva adottata risulti ancora appropriata.

La normativa, attraverso il Regolamento Intermediari, fornisce indicazioni di massima in ordine ai fattori da considerare nello svolgimento di tale fase nell'ambito del processo di governo dei prodotti[100]. Le disposizioni sul produttore risultano maggiormente dettagliate, prevedendo che lo stesso debba, in particolare, identificare «gli eventi cruciali in grado di incidere sul rischio potenziale o sulle aspettative di rendimento dello strumento finanziario, quali: a) il superamento di una soglia che inciderà sul profilo di rendimento dello strumento finanziario; o b) la solvibilità degli emittenti i cui titoli o le cui garanzie possono incidere sul rendimento dello strumento finanziario». Con riferimento ai distributori, è genericamente indicato che la *review* debba

97 Particolarmente significativo in tal senso risulta il passaggio relativo al richiamo di attenzione, rivolto agli operatori, «affinché nella definizione della propria politica commerciale, si abbia cura di valutare la compatibilità dei singoli strumenti inseriti nel catalogo prodotti, avuto riguardo alla loro complessiva morfologia, con le caratteristiche ed i bisogni della clientela cui si intende offrirli. In particolare, dovranno essere definiti processi aziendali idonei a consentire, già in astratto, lo svolgimento di valutazioni circa le esigenze finanziarie che i prodotti che si decide di inserire nella propria offerta dovranno soddisfare. Così, in concreto, l'offerta di derivati OTC con espressa finalità di copertura dei rischi finanziari della clientela sarà preceduta da una accurata disamina che assicuri la coerenza dei prodotti OTC che si intendono inserire nel catalogo prodotti con tale finalità. La scelta di un determinato target di clientela, specie di quella *retail*, richiede riflessioni approfondite nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire e, a fortiori, nella possibile fase di ingegnerizzazione. Tale analisi assume particolare rilievo in caso di diretta ingegnerizzazione di prodotti innovativi e complessi, con componenti aleatorie, di non immediata valutazione per gli investitori-clienti». Sul punto, anche MARINO R., *op. cit.*, p. 124, nota n. 49 ha evidenziato come «l'approccio del regolatore improntato ad un principio di *Product Governance* ha avuto una embrionale manifestazione proprio in riferimento a prodotti finanziari illiquidi», attraverso la Comunicazione della CONSOB in esame.

98 Si fa riferimento, soprattutto, all'Opinion del 7 febbraio 2014, secondo cui «*MiFID practices for firms selling complex products*», e a quella del 27 marzo 2014 avente ad oggetto «*Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*».

99 Si veda l'Avviso della CONSOB, del 3 febbraio 2022, in merito alla revoca delle comunicazioni n. 9019104 del 2 marzo 2009 e n. 0097996 del 22 dicembre 2014.

100 *Cfr.* artt. 67 e 75 del Regolamento Intermediari.

essere effettuata «tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere in modo significativo sui rischi potenziali per il mercato di riferimento [effettivo]»[101].

Inoltre, a seguito dell'intervento normativo volto a integrare i profili di sostenibilità nei processi di *product governance* (per ulteriori dettagli cfr. anche i paragrafi 2.1 e 2.3 della presente Sezione), è espressamente previsto che, in occasione del riesame periodico dei prodotti realizzati e/o distribuiti, gli intermediari (nella veste rispettivamente di produttori o distributori) debbano valutarne la perdurante coerenza anche rispetto agli eventuali obiettivi legati alla sostenibilità della clientela *target* (cfr. art. 67, comma 1 e art. 75, comma 3 del Regolamento Intermediari).

Gli ultimi Orientamenti dell'ESMA, alla luce dell'esperienza applicativa, sono stati integrati per fornire maggiori indicazioni operative con riferimento a questo momento centrale dei processi di *product governance*. In particolare, l'Autorità europea richiama l'attenzione degli intermediari produttori e distributori sull'importanza di dettagliare a livello procedurale i criteri sottesi all'attività di riesame dei prodotti, che dovrebbero essere di natura quantitativa e qualitativa[102]. Inoltre, dovrebbero essere specificate la frequenza e profondità delle *review* periodiche, da determinare in misura proporzionata in ragione della natura dei prodotti e, ove pertinente, anche del servizio prestato[103].

Sempre in chiave di proporzionalità, negli Orientamenti aggiornati del 2023 viene evidenziato che l'attività di riesame del distributore dovrebbe essere svolta fintantoché i prodotti sono offerti o raccomandati[104]. Pertanto, un prodotto non più in gamma d'offerta non dovrebbe più essere assoggettato a tale obbligo, anche qualora lo stesso sia ancora presente nel portafoglio dei clienti, pure in misura significativa. In tali circostanze, continuano comunque ad applicarsi le altre regole di condotta, quali ad esempio l'informativa e la valutazione periodica dell'adeguatezza (qualora contrattualizzata con il cliente).

La normativa si sofferma anche sulle possibili misure da attivare per porre rimedio alle eventuali criticità emerse all'esito del processo di revisione. Per gli intermediari produttori si fa riferimento, in particolare, ai seguenti possibili interventi 'correttivi': «a) nella fornitura di informazioni significative sull'evento e sui relativi effetti sullo strumento finanziario ai clienti ovvero agli intermediari distributori qualora

101 Nel caso dei distributori, la normativa espressamente richiede anche, ai sensi dell'art. 75, comma 1 del Regolamento Intermediari, di riesaminare e aggiornare periodicamente «le procedure e le misure adottate per il governo degli strumenti finanziari, al fine di garantire che le stesse permangano rigorose e idonee all'adempimento degli obblighi» in materia di governo dei prodotti. Non è invece previsto un obbligo corrispondente in capo ai produttori.

102 Tra i possibili esempi di *trigger* del processo di revisione, si fa riferimento a quelli «relativi alle caratteristiche del prodotto [ad esempio, modifiche dei fattori di rischio del prodotto, strategia di investimento, struttura dei costi (ad esempio livello e tipi di costi)], alle condizioni di mercato (ad esempio, condizioni di mercato sfavorevoli, sviluppi normativi) e alla distribuzione (ad esempio, reclami dei clienti, vendite al di fuori del mercato di riferimento, risultati di indagini presso i clienti, comportamenti di negoziazione online dei clienti)» *(cfr.* par. 68 degli Orientamenti ESMA).

103 A titolo esemplificativo, viene evidenziato che «per alcuni prodotti più semplici distribuiti nell'ambito dell'esenzione relativa alla sola esecuzione, il riesame dei prodotti può essere meno frequente e richiedere una minore profondità, e in tali casi il riesame *ad hoc* può essere in larga misura guidato da reclami dei clienti e/o da eventi di mercato che incidono significativamente sul profilo di rischio-rendimento del prodotto» *(cfr.* par. 68 degli Orientamenti ESMA).

104 Tenuto conto della nozione ampia di consulenza ai sensi della MiFID II, è da intendersi inclusa l'ipotesi della raccomandazione di mantenere l'investimento.

l'intermediario produttore non offra o venda lo strumento finanziario direttamente ai clienti; b) nel cambiamento del processo di approvazione dello strumento; c) nell'arresto di ulteriori emissioni dello strumento finanziario; d) nella modifica dello strumento finanziario al fine di evitare clausole contrattuali vessatorie; e) nella valutazione dei canali di vendita degli strumenti finanziari al fine di verificare che gli stessi siano appropriati, qualora gli intermediari si rendano conto che lo strumento finanziario non è venduto in coerenza con [il TMP]; f) nel contattare l'intermediario distributore per valutare modifiche riguardanti il processo di distribuzione; g) nell'interruzione del rapporto con l'intermediario distributore; o h) informare la CONSOB». Nel caso dei distributori, è previsto che gli stessi «riconsiderano il mercato di riferimento e/o aggiornano le procedure e le misure adottate per il governo degli strumenti finanziari qualora rilevino di aver erroneamente identificato il mercato di riferimento per uno specifico strumento o servizio ovvero qualora lo strumento o il servizio non soddisfi più le condizioni del mercato di riferimento, come nel caso in cui lo strumento diventi illiquido o molto volatile a causa delle oscillazioni del mercato».

In tale cornice generale, l'ESMA si sofferma inoltre, nella citata versione del 2023 degli Orientamenti sulla materia, sulla circostanza che nei processi operativi dei produttori e dei distributori per la revisione periodica dei prodotti realizzati e/o distribuiti, in linea con i sopra richiamati 'nuovi' requisiti normativi sull'ESG, dovrebbero essere inclusi anche gli eventuali obiettivi legati alla sostenibilità[105]. Più in concreto, gli intermediari dovrebbero individuare le caratteristiche ESG dei prodotti che risultano suscettibili di modifica e monitorarli, al fine di verificare la necessità di un eventuale adeguamento del *target market* in termini di obiettivi di sostenibilità, ovvero (per i distributori) di modifiche della gamma prodotti[106].

In ragione delle connotazioni di novità e complessità delle disposizioni in esame, per effetto anche delle forti interconnessioni con altri filoni innovativi della finanza sostenibile (quali, SFDR, Regolamento Tassonomia e CSDR), nell'ambito del *Final Report* di accompagnamento agli Orientamenti aggiornati del marzo 2023, l'ESMA ha confermato il medesimo approccio già annunciato a conclusione dei lavori di revisione dei citati Orientamenti sull'adeguatezza[107]: continuerà a confrontarsi con l'industria e, valorizzando anche l'esperienza di vigilanza delle Autorità nazionali in sede di prima applicazione della disciplina, potrà fornire ulteriori indicazioni di carattere operativo attraverso l'emanazione di nuove misure di livello 3, ad esempio nella forma di

105 Cfr. anche par. 2.3 della presente Sezione per le ulteriori previsioni in materia di sostenibilità, che incidono sulla determinazione del TM dei clienti.

106 Ad esempio, per un distributore può essere il caso di un fondo classificato *ex* art. 9 SFDR (ossia che persegue specifici obiettivi di sostenibilità), la cui politica di gestione non riuscisse a mantenere nel tempo gli obiettivi ESG prefissati, comportando un cambiamento di classificazione a fondo *ex* art. 8 SFDR, caratterizzato da un più basso livello di 'ambizione' ESG. In tali circostanze, l'intermediario distributore, potrebbe decidere di rivedere la definizione del *target market* in termini di obiettivi di sostenibilità, oppure escludere detto fondo dalla gamma d'offerta, tenuto conto delle caratteristiche della propria base clienti (qualora questa fosse composta in prevalenza da soggetti con preferenze verso investimenti sostenibili molto ambiziosi).

107 ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, *Final report,* 35-43-3448, 27 marzo 2023 e ESMA, , Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II, 35-43-3172, 3 4 aprile 2023.

Q&A, nonché si avvarrà di altri strumenti di *supervisory convergence* nell'ottica di assicurare un'implementazione armonizzata della normativa[108].

Il corretto svolgimento e l'efficacia del processo periodico di *review* dei prodotti dipende, in larga parte, dalla base informativa allo scopo utilizzata. La raccolta degli *input* necessari è posta, principalmente, in capo al distributore, in ragione del suo ruolo di tramite con la clientela, fermo restando che il *manufacturer* potrebbe tenere in considerazione anche altri elementi, quali ad esempio dati di mercato che possono direttamente impattare sul prodotto. Nel rinviare al successivo paragrafo 2.3 della presente Sezione per maggiori dettagli – anche con riferimento al flusso dai distributori ai produttori, i quali, come accennato, ne valuteranno la rilevanza ai fini della revisione dei prodotti dagli stessi inizialmente ingegnerizzati sulla base di assunzioni teoriche – qui si anticipa che non si tratta di dati riguardanti le singole posizioni d'investimento, bensì di tipo aggregato (afferenti, ad esempio, al numero di reclami dei clienti, alle eventuali operazioni che risultano effettuate da investitori non rientranti nel *target market*, ecc.), che, nell'insieme, assumono una valenza segnaletica circa la 'bontà' delle scelte di segmentazione *ab origine* della clientela destinataria dei prodotti inclusi nell'universo investibile e delle relative strategie distributive.

In tal senso, appare ancora più evidente il disegno del legislatore unionale secondo cui i processi di *product governance* – dalla definizione della clientela *target* dei prodotti e delle relative strategie distributive, fino alla chiusura del 'cerchio' con la revisione periodica degli stessi – si dispiegano nelle fasi preliminari alla prestazione dei servizi d'investimento, senza sovrapporsi né sostituirsi, come detto, alle regole di condotta applicabili alle singole transazioni. Gli effetti concreti del governo dei prodotti in termini di rafforzamento delle tutele al *point of sale* dovrebbero derivare, infatti, dai 'vincoli' definiti a monte, attraverso l'interazione produttore-distributore, sulla gamma d'offerta dei prodotti, sulla tipologia di clienti destinatari dei medesimi e sulle relative modalità di distribuzione.

I principali 'attori interni' dei processi di product governance

La centralità del *management body* quale organo di indirizzo strategico dell'intermediario assume una nuova dimensione nel quadro della MiFID II, alla luce dei requisiti di *product governance*[109]. Agli organi apicali è, infatti, attribuita la responsabilità di definire, approvare e rivedere i processi relativi ai servizi d'investimento

108 In tale solco si inseriscono, ad esempio, la pubblicazione della citata *'Call for evidence on the integration of sustainability preferences in the suitability assessment and product governance arrangements'* del 16 giugno 2023, nonché l'annuncio del 3 ottobre 2023 di una CSA dell'ESMA da svolgersi nel corso del 2024 e 2025 con un focus sui requisiti di sostenibilità innestati negli obblighi di *product governance* e adeguatezza della MiFID II.

109 Il Considerando 54 della direttiva di livello 1 precisa, tra l'altro, che «l'organo di gestione dovrebbe assumere chiare responsabilità per tutto il ciclo di attività dell'impresa nei settori dell'individuazione e della definizione degli obiettivi strategici, della strategia in materia di rischi e della *governance* interna dell'impresa di investimento, (...) della definizione delle strategie globali che regolano l'effettuazione di servizi e di attività, comprese la remunerazione del personale addetto alle vendite e l'approvazione dei nuovi prodotti da distribuire ai clienti».

prestati, in modo da assicurarne la coerenza con le caratteristiche ed esigenze della clientela servita[110].

In tale cornice, l'organo con funzione di supervisione strategica è, inoltre, espressamente chiamato ad esercitare un controllo effettivo sui processi di governo dei prodotti realizzati e distribuiti, a seconda del ruolo specifico assunto dall'intermediario in qualità di produttore o distributore[111].

Si tratta di un coinvolgimento che attiene alla determinazione e al controllo dell'assetto dei processi e delle funzioni interessate, che non si estende certamente fino all'approvazione del singolo prodotto e del relativo *target market*. Le modalità di svolgimento di tali fasi operative rientrano nell'autonomia organizzativa degli intermediari, potendo queste essere anche demandate, ad esempio a Comitati o a funzioni delegate.

Nel disegno del legislatore unionale, strettamente connesso al *managment body* risulta il ruolo della funzione di *compliance*. Quest'ultima è, in particolare, chiamata a monitorare i processi e le misure adottate dall'intermediario per il governo degli strumenti finanziari, rendicontandone periodicamente gli esiti agli organi di vertice, affinché questi possano valutare se siano necessari interventi correttivi o migliorativi[112]. Nell'ottica di favorire l'armonizzazione delle prassi operative a livello UE, l'ESMA ha fornito indicazioni operative sui contenuti minimi di tale informativa, nell'ambito della più ampia reportistica che la funzione è tenuta a produrre in merito alle attività di monitoraggio dei processi per la prestazione dei servizi d'investimento dell'intermediario. In tale ambito viene infatti evidenziato che, nel *report* della funzione di *compliance*, dovrebbe essere dedicata particolare attenzione alla descrizione dei principali presidi di *product governance* adottati dall'intermediario, in qualità di produttore e/o distributore. Inoltre, dovrebbero essere fornite informazioni circa gli strumenti finanziari realizzati/distribuiti, con un grado di dettaglio che dipende anche dalla natura degli stessi, ivi incluso il livello di complessità e rischiosità, e la relativa strategia di distribuzione[113].

Ma il funzionamento e l'efficacia complessiva dei meccanismi di *governance* dei prodotti dipendono anche dall'azione svolta dal personale interessato[114]. Pertanto, gli intermediari sono tenuti ad assicurare che lo staff coinvolto a vario titolo in tali processi sia in possesso delle competenze necessarie per comprendere le caratteristiche

110 *Cfr.* art. 8, comma 1, lett. e) del Regolamento della Banca d'Italia, emanato il 5 dicembre 2019 in attuazione della MiFID II per profili di competenza attribuiti a tale Autorità nell'ordinamento nazionale, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett c-*bis*) del TUF.

111 *Cfr.* artt. 66, comma 1 e 73, comma 1 del Regolamento Intermediari.

112 *Cfr.* artt. 66, comi 2, 3 e 4 e 73, commi 2, 3 e 4 del Regolamento Intermediari.

113 Si fa riferimento ad ESMA, *Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti della MiFID II relativi alla funzione di controllo della conformità*, ESMA35-36-1952, 6 aprile 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_compliance_function_requirements_it.pdf. Tale ultima versione delle linee guida dell'ESMA sulla funzione di compliance si applica dal 7 giugno 2021, in sostituzione dei precedenti, emanati nel quadro normativo della MiFID I e la Consob, con Avviso del 7 luglio 2021 ha reso noto che continua a conformarsi agli indirizzi operativi dell'Autorità europea sulla materia, integrandoli nelle proprie prassi di vigilanza.

114 *Cfr.* artt. 66, comma 5 e 73, comma 5 del Regolamento Intermediari. Inoltre, rileva l'obbligo generale degli intermediari di «impiegare personale provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite» (cfr. art. 21, par. 1, lett. d) del Regolamento delegato (UE) 2017/565).

e i rischi degli strumenti che s'intendono realizzare e commercializzare. Nel caso dei distributori, il personale deve, inoltre, conoscere e capire anche le specificità dei servizi prestati, nonché le particolari caratteristiche della clientela *target*.

L'attenzione sulla formazione degli addetti alla prestazione dei servizi d'investimento, in ragione degli specifici compiti agli stessi assegnati, rientra peraltro in un disegno più ampio del *framework* MiFID II volto ad assicurare un più elevato livello di professionalità a servizio della clientela[115].

2.3 *Target market* e strategia distributiva

Il target market 'potenziale' del produttore e quello 'effettivo' del distributore

L'architrave su cui si regge la costruzione della *product governance* è il c.d. '*target market*' (o 'TM'), ossia «il mercato di riferimento dei clienti finali destinatari degli strumenti finanziari, individuato all'interno della pertinente categoria di clienti»[116]. I processi di *product governance* degli intermediari si basano, infatti, su tale concetto, del tutto centrale e determinato a livello normativo[117].

I produttori 'puri' (*cfr.* paragrafo 2.2 della presente Sezione), in quanto soggetti che si occupano esclusivamente dell'ingegnerizzazione dei prodotti e senza intrattenere alcun tipo di relazione con la clientela destinataria dei medesimi, sono tenuti a identificare le esigenze e caratteristiche dei clienti astrattamente compatibili con un dato strumento finanziario, sulla base della loro comprensione teorica ed esperienza pregressa dello stesso, o di strumenti analoghi, e dei mercati finanziari (come anticipato, il *target market* 'potenziale' o 'TMP')[118]. Ai distributori, invece, compete

115 Si veda ESMA, *Orientamenti dell'ESMA in materia di 'knowledge and competence' del personale a diretto contatto con la clientela*, ESMA/2015/1886, 22 marzo 2016, emanati ai sensi dell'art. 25, apr. 9 della MiFID II, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_it.pdf, nonché i riferimenti alle 'qualifiche del personale' coinvolto nei processi per la valutazione di adeguatezza, sia nell'interazione diretta con i clienti sia nella gestione delle fasi 'interne', trattati nell'Orientamento 11 di ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA35-43-3172, 3 aprile 2023.

116 Nel *framework* MiFID II, in continuità con la MiFID I, le categorie di clienti sono tre: i *retail*, i professionali e le controparti qualificate. Mentre i primi sono definiti per 'differenza' rispetto agli altri due *(cfr.* art. 35, comma 1, lett. e) del Regolamento Intermediari), i clienti professionali 'privati' e 'pubblici' sono individuati sulla base di criteri specifici *(cfr.* art. 35, comma 1, lett. d) del Regolamento Intermediari) e le controparti qualificate sono identificate in modo puntuale ai sensi dell'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d) del TUF (in relazione alla sola prestazione dei servizi di esecuzione di ordini, negoziazione per conto proprio e ricezione e trasmissione di ordini). La richiamata tripartizione è fondamentale nel sistema della MiFID II, che prevede un'applicazione 'graduata' delle regole di condotta in ragione della natura della clientela: ai clienti *retail* viene assicurato il massimo livello di protezione, mentre ai clienti professionali e alle controparti qualificate sono riconosciute tutele inferiori, parametrate al grado di sofisticazione dei medesimi. Per quanto riguarda, in particolare, le controparti qualificate è prevista la pressoché totale disapplicazione delle regole *(cfr.* anche paragrafo 2.4 della Sezione I con riferimento all'esenzione specifica dai requisiti di *product governance* introdotta dal *Quick Fix* per i prodotti destinati esclusivamente a tale tipologia di clienti). Nei confronti dei clienti professionali (specie se 'di diritto'), è consentita una significativa attenuazione degli obblighi di condotta in diversi ambiti, inclusa la *governance* dei prodotti, in ragione della generale presunzione che tali investitori posseggano la conoscenza ed esperienza necessarie per comprendere i rischi legati ai servizi e ai prodotti specifici per i quali sono stati classificati come tali *(cfr.* parr. 94 e 95 degli Orientamenti dell'ESMA).

117 *Cfr.* in particolare gli artt. 64 e 72 del Regolamento Intermediari.

118 Nel caso di collaborazione tra più *manufacturer* MiFID per la realizzazione di un prodotto, oltre all'obbligo di definire le rispettive responsabilità ai sensi dell'art. 69 del Regolamento Intermediari *(cfr.* paragrafo 2.2 della Sezione I), è

l'identificazione dei clienti a cui s'intendono destinare gli strumenti (come anticipato, il *target market* 'effettivo' o 'TME', ossia coloro ai quali saranno effettivamente offerti i prodotti, attraverso i servizi d'investimento ritenuti più idonei), al fine di garantire che gli interessi dei medesimi non siano compromessi da pressioni commerciali, ovvero da necessità di finanziamento dello stesso prestatore dei servizi d'investimento. L'individuazione del TME si basa, da un lato, sulla conoscenza concreta della situazione e delle esigenze della clientela da parte del distributore, in ragione del rapporto diretto con la stessa intrattenuto, e, dall'altro, sulle informazioni acquisite per comprendere le caratteristiche dei prodotti e il relativo *target market* potenziale[119]. Per gli intermediari che agiscono in qualità sia di produttori che di distributori, le norme richiedono la determinazione di un unico *target market*, che nella sostanza coincide con quello effettivo, ossia basato sulla considerazione della clientela 'reale' servita dall'operatore: in questo caso, la concezione di una clientela 'astratta' da soddisfare sulla base di conoscenze teoriche perde, infatti, sostanzialmente di utilità[120].

In pratica, il *target market* potenziale è lo strumento operativo attraverso cui il produttore, al momento in cui progetta 'a tavolino' un nuovo strumento finanziario (o le modifiche da apportare a uno strumento esistente), definisce le caratteristiche del medesimo che consentono di soddisfare le esigenze di un certo gruppo di clienti 'astratti'[121]. Il *target market* effettivo, invece, è il mezzo che consente al distributore di definire la gamma d'offerta da indirizzare ai propri clienti, opportunamente segmentati in coerenza con le connotazioni e i bisogni dei medesimi, individuando allo stesso tempo i servizi/canali più idonei per convogliare i prodotti ai destinatati finali.

Il *target market* nei termini sopra descritti viene comunemente definito 'positivo'. Gli intermediari, sia produttori che distributori, sono, tuttavia, chiamati a individuare allo stesso tempo gli eventuali gruppi di clienti le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi risultano non compatibili con lo strumento finanziario che s'intende realizzare e distribuire (il *target market* c.d. 'negativo'). Secondo l'approccio operativo

stabilito, ai sensi del citato art. 64, comma 3 del medesimo Regolamento Intermediari, che debba essere identificato un solo *target market* potenziale.

119 Nella sintesi formulata dall'ESMA, «i distributori dovrebbero utilizzare la valutazione più generale del mercato di riferimento del produttore unitamente alle informazioni esistenti relative ai propri clienti o ai clienti potenziali per identificare il proprio mercato di riferimento per un prodotto, vale a dire il gruppo di clienti a cui intendono offrire concretamente il prodotto tramite la fornitura dei propri servizi» *(cfr.* par. 44 degli Orientamenti).

120 *Cfr.* art. 72, comma 5 del Regolamento Intermediari. Sul punto il Considerando 17 della Direttiva delegata di MiFID II precisa che «sebbene non vi sia necessità di duplicare la valutazione del mercato di riferimento e l'esercizio della strategia di distribuzione, le imprese dovrebbero assicurare che la singola valutazione del mercato di riferimento e l'esercizio della strategia di distribuzione siano sufficientemente dettagliati per adempiere agli obblighi pertinenti del produttore e del distributore in questo settore». Nella medesima direzione si esprime l'ESMA chiarendo che in tali circostanze i propri Orientamenti sulla materia «si applicano [n.d.r. per quanto rilevanti] e purché l'impresa adempia a tutti gli obblighi vigenti in capo al produttore e al distributore».

121 Per un'illustrazione dettagliata di tale concezione del TMP, si veda il par. 43 degli Orientamenti dell'ESMA. In particolare, viene evidenziato come «dal momento che il produttore è tenuto a precisare il mercato di riferimento potenziale in base alle proprie conoscenze teoriche e alla propria esperienza con un prodotto analogo, esso determinerà il mercato di riferimento del prodotto senza una conoscenza specifica dei singoli clienti. Di conseguenza, la valutazione del produttore sarà effettuata da un punto di vista più generico in merito alla compatibilità delle caratteristiche o della natura di un prodotto per determinati tipi di investitori, in base alle proprie conoscenze dei mercati finanziari e all'esperienza previa con prodotti analoghi».

delineato negli Orientamenti dell'ESMA, in coerenza con le logiche di definizione del *target market* positivo:

- il produttore può identificare il *target market* negativo su basi teoriche, ossia individuando in linea generale le motivazioni secondo cui un determinato prodotto caratterizzato da talune specificità sarebbe incompatibile con certe tipologie di investitori;
- il distributore, considerando il *target market* negativo individuato dal produttore e le informazioni sulla propria clientela, può individuare il gruppo di clienti a cui il prodotto non dovrà essere distribuito in rapporto alle caratteristiche dei medesimi.

Nell'impostazione seguita dall'ESMA, ad esito dell'identificazione del *target market* 'positivo' (*i.e.* i soggetti espressamente destinatari di un dato prodotto) e 'negativo' (*i.e.* i clienti per i quali l'investimento nel prodotto in questione potrebbe comportare conseguenze negative), può emergere tipicamente anche una fascia intermedia di investitori, i quali, pur non essendo espressamente incompatibili col prodotto, potrebbero non trarre particolare beneficio dall'investimento nei medesimi (il *target market* c.d. 'grigio' o 'neutrale')[122]. L'individuazione del *target market* nelle tre connotazioni qui descritte rileva ai fini della gestione dei processi di *product governance* del distributore, con particolare riferimento all'eventualità che, in determinate circostanze, possano verificarsi delle 'deviazioni' dal *target market* positivo effettivo (*cfr. infra*).

Il disegno normativo nei termini qui tratteggiati pone in particolare rilievo le modalità d'interazione tra il *target market* potenziale del produttore e quello effettivo del distributore[123]. Anche l'ESMA si sofferma su tale aspetto, fissando alcuni paletti. Innanzitutto, viene rimarcato che il distributore non può semplicemente fare affidamento sul *target market* definito in via teorica dal produttore senza calarlo sulla propria clientela. Occorre che sia previsto sempre un processo di '*scrutiny*' del TMP e, se del caso, di '*refinement*' sulla base delle informazioni di dettaglio sui clienti effettivi di cui è in possesso il distributore. D'altro canto, è anche evidenziato che quest'ultimo non dovrebbe discostarsi dalle «decisioni fondamentali» in merito alle connotazioni ideali del *target market* condivise dal *manufacturer*, in quanto si tratta del soggetto che conosce a fondo il prodotto avendolo realizzato. Il distributore può, comunque, giungere alla conclusione che non sia necessario 'raffinare' il TMP di un prodotto, ritenendo di poterlo utilizzare nei termini in cui è stato identificato in via teorica dal produttore, in

122 In alcuni casi, la fascia intermedia potrebbe non avere significato. A titolo d'esempio, l'ESMA precisa che «se un prodotto è realizzato per conseguire l'obiettivo di investimento «speculazione» non sarà al contempo idoneo per conseguire obiettivi a basso rischio. In questo caso, un'impresa potrebbe definire il mercato di riferimento negativo dichiarando che il prodotto o il servizio è incompatibile per i clienti al di fuori del mercato di riferimento positivo» *(cfr.* par. 82 degli Orientamenti).

123 Nel caso in cui s'intendano distribuire strumenti finanziari realizzati da produttori fuori *scope* della MiFID II, in quanto tali non assoggettati agli obblighi di *product governance*, per i quali il TMP non è quindi normalmente disponibile (salvo che il produttore non decida di definirlo comunque su base volontaria), il distributore è tenuto a identificare il *target market* effettivo esercitando la *due diligence* necessaria ad assicurare ai propri clienti un livello di servizio «adeguato analogo a quello di una situazione in cui il prodotto sia stato concepito conformemente agli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II» *(cfr.* par. 74 degli Orientamenti dell'ESMA).

quanto coerente con le caratteristiche ed esigenze della clientela reale destinataria dello stesso[124].

Resta fermo che tali attività dovrebbero essere svolte in modo proporzionato, avendo a mente la tipologia di clientela servita, i servizi di investimento prestati e la natura dei prodotti[125].

Volendo schematizzare, gli *step* logici che ci si attende il distributore debba mettere in atto sono i seguenti:

1) 'traslazione', o 'transcodifica', delle informazioni del *target market* potenziale dei prodotti nelle metriche interne, potendo i produttori utilizzare 'linguaggi' diversi gli uni dagli altri, che a loro volta possono differire da quelli adottati nei sistemi operativi del distributore[126];

2) eventuale 'modifica', o '*refinement*', del *target market* dei produttori, se ritenuto necessario, ad esito della valutazione condotta sulla base delle conoscenze approfondite in merito alla clientela effettiva, tenuto conto anche del grado di complessità dei prodotti;

3) 'proiezione' sui clienti effettivi che rientrano nel *target market* dei prodotti a catalogo, ai fini della messa a terra delle strategie distributive definite *ab initio*.

Un discorso a parte meritano le peculiarità previste nella fase di determinazione del *target market* ai fini dell'integrazione dei profili di sostenibilità nei processi di *product governance*, ad esito degli innesti mirati introdotti nella Direttiva delegata di MiFID II dalla Direttiva delegata (UE) 2021/1269 (cfr. *supra* paragrafo 2.1).

Il legislatore unionale, ha infatti stabilito che, in sede di definizione del *target market* potenziale dei prodotti da realizzare, i produttori siano tenuti a specificare tra gli obiettivi dei clienti (tipicamente riferiti a quelli di natura finanziaria) anche gli

124 Per maggiore chiarezza, viene espressamente precisato che il medesimo approccio è da ritenersi applicabile anche alle situazioni in cui il produttore non rientri nell'ambito di applicazione della MiFID II, ma il *target market* sia stato identificato, su base volontaria o in base ad accordi commerciali con i distributori, conformemente agli Orientamenti dell'ESMA.

125 Nell'aggiornamento al 2023 degli Orientamenti dell'ESMA, viene osservato che, al fine di consentire una migliore identificazione del *target market* effettivo, soprattutto in relazione ai prodotti con particolari connotazioni di complessità, i distributori dovrebbero avere accesso anche alle informazioni del produttore relative agli esiti delle analisi di scenario e alla determinazione della struttura di costo dei prodotti.

126 Alla luce dell'esperienza applicativa, gli Orientamenti aggiornati del 2023 si soffermano sull'importanza che le metriche interne degli intermediari siano sviluppate in modo coerente e, ulteriormente, che consentano un opportuno raccordo con i dati ricevuti dai produttori. In particolare, viene evidenziato come «i distributori dovrebbero garantire che i concetti utilizzati per la definizione dei mercati di riferimento effettivi dei prodotti siano in linea con i concetti utilizzati nel contesto dei meccanismi di adeguatezza e appropriatezza. Ad esempio, per quanto riguarda la categoria di conoscenza ed esperienza del mercato di riferimento del produttore, che può ampiamente riferirsi a investitori «di base», «medi» o «avanzati», il distributore dovrebbe adottare una classificazione più granulare coerente con le sue modalità di adeguatezza o di appropriatezza, se del caso in considerazione delle caratteristiche dei prodotti; un altro esempio sarebbe un distributore che, in relazione alla categoria di tolleranza al rischio dei clienti, specifica la volontà dei clienti di assumere il rischio di un calo del valore del prodotto di una determinata percentuale. È importante sottolineare che, nel definire il mercato di riferimento effettivo per i prodotti, i distributori dovrebbero utilizzare termini e definizioni coerenti e dovrebbero garantire la coerenza tra i mercati di riferimento effettivi definiti per i prodotti con caratteristiche omogenee» *(cfr.* par. 42 degli Orientamenti dell'ESMA).

«eventuali obiettivi legati alla sostenibilità» (di carattere non finanziario). Specularmente, i distributori sono chiamati ad assicurare la compatibilità degli strumenti che intendono offrire o raccomandare anche con gli eventuali obiettivi legati alla sostenibilità del relativo *target market* effettivo di clienti.

Diversamente dall'impianto sopra descritto, che per le variabili 'tradizionali' prevede l'identificazione di un *target market* positivo e negativo (nonché di un eventuale *target market* 'grigio'), con riferimento ai soli fattori di sostenibilità, per gli strumenti finanziari che considerano i fattori di ESG (prodotti sostenibili o ESG), non è prevista l'individuazione del c.d. *target market* 'negativo', ossia degli eventuali gruppi di clienti le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi non siano compatibili con gli strumenti medesimi. Le ragioni di tale scelta normativa sono più dettagliatamente illustrate nel Considerando 7 della Direttiva delegata (UE) 2021/1269, secondo cui, «per garantire che gli strumenti finanziari con fattori di sostenibilità restino facilmente disponibili anche per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità, le imprese di investimento non dovrebbero essere tenute a identificare gruppi di clienti le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi non sono compatibili con lo strumento finanziario con fattori di sostenibilità»[127].

Un'ulteriore peculiarità riguarda gli strumenti che 'non' considerano i fattori di sostenibilità (prodotti non sostenibili o 'non-ESG'), rispetto ai quali la Commissione europea ha fornito un chiarimento apposito con una *Q&A* alla medesima trasmessa dall'ESMA in data 2 ottobre 2023 la cui risposta è stata pubblicata a marzo 2024[128]. In particolare, è stato precisato che occorre valutare 'caso per caso', in ragione delle

127 Sul punto, anche l'ESMA ha colto l'opportunità di per un chiarimento applicativo, in occasione della revisione dei propri Orientamenti sulla materia (ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*,ESMA35-43-3448, , 3 agosto 2023, reperibili all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_IT.pdf). In particolare, il par. 81 precisa che per gli strumenti finanziari di tipo ESG «gli obiettivi relativi alla sostenibilità dei prodotti contribuiscono solo a individuare un mercato di riferimento 'positivo' in termini di clienti (gruppi di clienti) con obiettivi compatibili in materia di sostenibilità. Gli stessi prodotti potrebbero comunque essere distribuiti a clienti che non rientrano in tale obiettivo 'positivo' relativo al mercato di riferimento in materia di sostenibilità, a condizione che siano compatibili con le caratteristiche delle altre categorie di mercati di riferimento definite dai presenti orientamenti». Attraverso il medesimo par. 81 viene inoltre resa un'ulteriore specificazione importante secondo cui l'intermediario «dovrebbe sempre effettuare una valutazione negativa del mercato di riferimento rispetto alle cinque categorie di mercato di riferimento (tipo di cliente, conoscenze ed esperienze, situazione finanziaria, tolleranza al rischio, obiettivi ed esigenze), ma non dovrebbe considerare gli obiettivi relativi alla sostenibilità dei prodotti. [Ciò] per valutare se questi altri aspetti del mercato di riferimento [possano] essere incompatibili con alcuni clienti, ad esempio se il prodotto che considera i fattori di sostenibilità riguarda un prodotto rischioso destinato a clienti con un orizzonte di investimento a lungo termine e disposti e in grado di perdere l'importo dell'investimento (in tal caso il prodotto non sarebbe compatibile con i clienti che hanno una bassa tolleranza al rischio, indipendentemente dal fatto che le loro preferenze di sostenibilità siano o meno compatibili con gli obiettivi del prodotto legati alla sostenibilità)».

128 Tale aspetto era stato sollevato dai rispondenti alla consultazione per la revisione degli Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II, ai fini di una corretta e uniforme applicazione dei presidi in esame. Inoltre, in attesa di posizioni ufficiali da parte delle Istituzioni competenti a livello UE, la questione del *target market* negativo dei prodotti non-ESG era stata nuovamente posta all'attenzione nell'ambito dalla *Call for evidence on the integration of sustainability preferences in the suitability assessment and product governance arrangements*, pubblicata dall'Autorità europea il 16 giugno 2023 nell'intento di mantenere un confronto con il mercato sulle problematiche concrete di attuazione delle nuove disposizioni di legge.

specifiche caratteristiche dei prodotti medesimi, l'opportunità di individuare un *target market* negativo in termini di obiettivi di sostenibilità dei clienti[129].

Le 'categorie' del target market e la granularità delle valutazioni da condurre

Le previsioni di livello 1 e 2 si limitano a precisare che il *target market* deve essere individuato con un sufficiente livello di granularità, demandando al livello 3 il compito di fornire indicazioni di maggior dettaglio.

Nello specifico, le variabili o 'categorie' che gli intermediari produttori e distributori dovrebbero considerare, per definire il *target market* dei prodotti che intendono realizzare e distribuire, sono dettagliate attraverso gli Orientamenti dell'ESMA[130].

In particolare, le categorie individuate sono cinque e valgono per la determinazione della clientela *target* potenziale[131] ed effettiva[132] dei prodotti: a) il tipo di investitore, secondo la sopra richiamata tripartizione prevista nel *framework* della MiFID II in *retail*, professionali, controparti qualificate; b) il livello di conoscenza ed esperienza, in termini di capacità di comprendere le caratteristiche ed il funzionamento del tipo di strumento considerato; c) la situazione finanziaria, con particolare attenzione

129 Di seguito si riporta il testo della Q&A in questione (ESMA, ESMA_QA_1966, 2 ottobre 2023): «*When conducting the negative target market assessment for a product that does not consider sustainability factors, should a firm also consider any clients' sustainability-related objectives the product is not compatible with? Yes. According to Article 9(9) and 10(2) of Commission Delegated Directive 2017/593, any clients' sustainability-related objectives shall be considered when specifying the type(s) of clients whose needs, characteristics and objectives the product is compatible with ('positive target market assessment'). This also applies to the identification of any group(s) of clients whose needs, characteristics and objectives the product is not compatible with ('negative target market assessment'). In practical terms, whether, and if so, which sustainability-related objectives may be relevant for the identification of the negative target market for a particular product that does not consider sustainability factors, will depend on the characteristics of the product. Indeed, firms are required to consider whether the product would be incompatible with some sustainable related objectives but this evaluation might conclude, in some specific situations, that there is no incompatibility with those objectives, so no negative target market would be determined in those specific situations for the criterion 'sustainability related objective'. Reversely, in other situations the consideration should lead to the identification of a negative target market in relation to the product's sustainability related objectives*». Cfr. https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1966.

130 Come ribadito dalla stessa Autorità europea in ESMA, *Final report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 27 marzo 2023, il precipuo fine del documento, sin dalla prima *release* del giugno 2017, è «*mainly providing guidance on the target market assessment, as this aspect* [is] *considered as the most relevant one for ensuring a common, uniform and consistent application of the product governance requirements*».

131 Con particolare riferimento ai produttori, viene specificato che nessuna delle categorie previste dovrebbe essere esclusa. Inoltre, riconoscendo che l'impostazione astratta delle norme non sempre è in grado di cogliere appieno la realtà operativa, è consentito, in linea generale, anche il ricorso a 'categorie supplementari', qualora l'intermediario dovesse ritenere di non potere identificare il mercato di riferimento di un dato prodotto in modo significativo sulla base delle sole categorie dell'ESMA. Sul punto, viene precisato che «nel decidere se utilizzare o meno le categorie supplementari, i produttori possono tenere conto delle caratteristiche dei canali informativi con i distributori. Ad esempio, al fine di agevolare lo scambio di informazioni con i distributori e per favorire un'architettura aperta, i produttori possono limitare il ricorso a categorie supplementari ai casi in cui siano fondamentali per definire un mercato di riferimento significativo per il prodotto» *(cfr.* par. 17 degli Orientamenti). In concreto, come illustrato oltre, nello scambio informativo tra produttori e distributori il mercato si è orientato verso l'utilizzo di modelli standardizzati.

132 Dal punto di vista formale, gli Orientamenti individuano le categorie del *target market* nella sezione dedicata al produttore, per poi richiamarle per intero nella parte relativa al distributore. La stessa tecnica è utilizzata anche con riferimento ad altri passaggi rilevanti del documento, in tal modo semplificando anche l'individuazione degli aspetti della disciplina che, in caso di coincidenza del ruolo di produttore e distributore in capo ad un medesimo soggetto, come detto, vanno applicati una sola volta, tenendo conto della doppia veste dell'intermediario.

alla capacità di sopportare le perdite; d) la tolleranza al rischio e la compatibilità rispetto al profilo rischio/rendimento del prodotto; e) gli obiettivi d'investimento e i bisogni.

Per le suddette categorie vengono fornite delle esemplificazioni volte a meglio chiarirne la natura, e gli aspetti quali-quantitativi da tenere in considerazione per la loro determinazione[133]. Poiché tutte le variabili concorrono nell'insieme alla corretta identificazione del *target market* di un prodotto, gli Orientamenti dell'ESMA rimarcano, nell'ultima versione del 2023, che si dovrebbero evitare raggruppamenti di una o più categorie in un'unica voce, al fine di assicurare un idoneo livello di granularità e significatività del raggruppamento di clienti individuato[134].

La determinazione della clientela *target* dei prodotti è fortemente influenzata dalla logica di proporzionalità sottesa ai processi di *product governance* (*cfr.* paragrafo 2.3 della presente Sezione), che incide sul livello di granularità delle categorie sopra elencate. In particolare, secondo l'impostazione degli Orientamenti dell'ESMA, occorre tenere in considerazione la natura e le caratteristiche specifiche dei prodotti, soprattutto, in termini di complessità, profilo rischio-rendimento, liquidità e innovazione. Riprendendo il Considerando 19 della Direttiva delegata di MiFID II[135], l'Autorità europea chiarisce che per i prodotti più semplici è possibile prevedere un dettaglio minore del *target market* con riferimento alle singole categorie, rispetto agli strumenti più complessi e rischiosi (o comunque caratterizzati da profili particolari), per i quali dovrebbe essere assicurata una maggiore profondità e analiticità[136]. La medesima logica rileva anche ai fini del *target market* 'negativo'[137]. Inoltre, è di tutta evidenza che, sempre in

133 Ad esempio, con riferimento alla categoria piuttosto ampia dei bisogni e obiettivi d'investimento, viene precisato che «un prodotto può essere concepito per soddisfare le esigenze di una fascia di età determinata della popolazione, per conseguire l'efficienza fiscale in base al paese di residenza fiscale dei clienti o può essere concepito con caratteristiche particolari per conseguire obiettivi di investimento specifici quali 'protezione della moneta', 'pagamenti regolari', ecc., a seconda dei casi. Inoltre, si dovrebbe fare riferimento all'orizzonte d'investimento previsto/al periodo di detenzione raccomandato (ad esempio il numero di anni di durata dell'investimento)» *(cfr.* par. 19 degli Orientamenti dell'ESMA). Inoltre, gli Orientamenti aggiornati del 2023 specificano che, ai fini della determinazione di tale parametro, occorre espressamente considerare anche l'orizzonte d'investimento raccomandato per il prodotto e i potenziali impatti (ad esempio in termini di costi) di un'uscita anticipata.

134 *Cfr.* par. 16 degli Orientamenti dell'ESMA.

135 Secondo tale considerando, «il livello di granularità del mercato di riferimento e i criteri adottati per definire il mercato di riferimento e stabilire la strategia di distribuzione appropriata dovrebbero essere pertinenti al prodotto e consentire di valutare quali clienti rientrano nel mercato di riferimento (...). Per i prodotti più semplici e comuni il mercato di riferimento potrebbe essere individuato con minore dettaglio, mentre 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».

136 Tra i numerosi esempi forniti con l'intento di rendere le indicazioni contenute negli Orientamenti maggiormente efficaci e operative, l'ESMA evidenzia, tra i prodotti particolarmente complessi e rischiosi, il caso dei CFD (o altri prodotti con caratteristiche simili), per i quali gli intermediari «dovrebbero effettuare una valutazione molto attenta del mercato di riferimento, con conseguente riduzione significativa del mercato di riferimento o assenza di un mercato di riferimento compatibile. Se un produttore ritiene che una CFD o un prodotto con caratteristiche simili non abbia un mercato di riferimento compatibile, non deve rendere il prodotto disponibile per la distribuzione. Se un produttore ritiene che esista un mercato di riferimento con cui le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi di un CFD, o di un prodotto con caratteristiche simili, siano compatibili, tale mercato di riferimento dovrebbe in ogni caso essere limitato a clienti ad alto rischio che comprendono i rischi connessi e che siano in grado e disposti a perdere denaro, in media, con il loro investimento e che cerchino investimenti speculativi con solo una piccola possibilità di ottenere rendimenti positivi» *(cfr.* par. 26 degli Orientamenti dell'ESMA).

137 Ad esempio, viene osservato che «i prodotti «*plain vanilla*» sono probabilmente incompatibili per un gruppo più ristretto di investitori potenziali; di converso, nel caso di prodotti più complessi, potrebbe essere più ampio il gruppo di clienti per il quale lo strumento finanziario non è compatibile» *(cfr.* par. 83 degli Orientamenti ESMA).

ragione delle specifiche connotazioni dello strumento, la descrizione in senso ampio di una o più categorie consente di ricomprendere gruppi di clienti con caratterizzazioni maggiormente circoscritte[138].

Alla luce anche delle prassi operative riscontrate in concreto nel quadro della CSA del 2021 (*cfr.* paragrafo 1 della Sezione II), l'ESMA ha ritenuto di meglio delineare, estendendola, la possibilità per gli intermediari (sia produttori, sia distributori) di identificare il *target market* secondo il c.d. '*clustering approach*'[139], ossia per raggruppamenti di prodotti omogenei (c.d. '*cluster*'), purché questi siano individuati sulla base di criteri sufficientemente rigorosi e dettagliati, opportunamente documentati[140].

Nel caso del *target market* effettivo, un altro fattore incide in modo significativo sulla possibilità di condurre valutazioni più o meno granulari. Si tratta dei servizi d'investimento prestati, in base al modello di *business* dell'intermediario. Infatti, le regole di condotta associate ai diversi servizi (adeguatezza, appropriatezza, *execution-only*), da un lato, influenzano il livello di profondità delle informazioni accessibili sui clienti, dall'altro, determinano il diverso grado di tutela previsto per l'investitore.

Gli indirizzi operativi forniti sul punto dall'ESMA evidenziano, in linea generale, la possibilità di effettuare una valutazione 'limitata' del TME quando ciò corrisponda ad un'altrettanta limitata disponibilità di informazioni sul cliente[141]. Laddove, invece, l'intermediario disponga di un *set* informativo più completo sull'investitore (ad

138 Ancora una volta, gli esempi forniti dell'ESMA aiutano a meglio chiarire il concetto: «se un prodotto è considerato compatibile con i clienti in possesso di conoscenze e esperienza base, un prodotto sarà sicuramente compatibile con un livello elevato di conoscenze e di esperienza» *(cfr.* par. 21 degli Orientamenti). Così ancora, con riferimento al 'tipo cliente', il par. 96 evidenzia che «è possibile che taluni prodotti (ad esempio quelli idonei alla distribuzione nei mercati di vendita al dettaglio di massa) abbiano un mercato di riferimento ampiamente definito che potrebbe comprendere sia i clienti professionali sia quelli al dettaglio. In via di principio, si potrebbe ritenere che tali prodotti, ad esempio le quote o le azioni in un fondo OICVM ordinario, abbiano un mercato di riferimento che comprende i clienti professionali. Tuttavia, altri prodotti, in particolare i prodotti con profili di rischio complesso, disporranno di un mercato di riferimento più ristretto. Ad esempio, il mercato di riferimento per un'obbligazione convertibile contingente *(«contingent convertible capital»)* potrebbe essere composto unicamente da clienti intrinsecamente professionali o da clienti che possono essere considerati professionali i quali, probabilmente, comprendono le complessità legate a tali prodotti».

139 Nella versione degli Orientamenti del 2017 tale impostazione era considerata applicabile ai prodotti più semplici, e non anche a quelli con connotazioni particolari o comunque più complessi. L'approccio evolutivo adottato risulta coerente anche con l'*advice* dell'ACP, che ha, tra l'altro, raccomandato di assicurare una maggiore proporzionalità nella identificazione del *target market* in ragione della natura del prodotto, con particolare riguardo proprio all'approccio per *cluster* di prodotti omogenei. *Cfr.* il citato ESMA, *Consultation Paper*, *Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3114, 8 luglio 2022., reperibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114_-_cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf.

140 In particolare, sono indicati a titolo esemplificativo i seguenti criteri guida: «fattori di rischio (quali rischio di mercato, di credito e di liquidità); struttura delle spese (livello e tipo di spese); elementi di opzionalità (nel caso di derivati o prodotti con derivati incorporati); leva finanziaria; assoggettabilità al bail-in; clausole di subordinazione; osservabilità del sottostante (ad esempio l'uso di indici non familiari o opachi); garanzie di rimborso del capitale o clausole di protezione del medesimo; liquidità del prodotto (ovverosia negoziabilità nelle apposite sedi, differenziale denaro-lettera, restrizioni di vendita, spese di uscita); e la denominazione valutaria del prodotto d'investimento». Le indicazioni sul *'clustering approach'* sono fornite nei parr. 27-30 degli Orientamenti, nella sezione dedicata al produttore, e sono integralmente richiamate al par. 47 per la parte sul distributore.

141 Attraverso un'esemplificazione pratica, viene osservato che «laddove i distributori prestino unicamente servizi di esecuzione con valutazione dell'adeguatezza [*rectius* dell'appropriatezza] *(*ad esempio attraverso una piattaforma di intermediazione), essi dovrebbero tenere in considerazione il fatto che saranno solitamente in grado di svolgere una valutazione del mercato di riferimento reale limitata alle sole categorie di esperienza e di conoscenza dei clienti» *(cfr.* par. 54 degli Orientamenti dell'ESMA).

esempio perché questo ha compilato integralmente il relativo questionario di profilatura o perché disponibili altre fonti), il TME dovrebbe essere valutato rispetto a tutte le categorie del *target market*, anche laddove parte dell'operatività sia svolta in regime di appropriatezza e non di adeguatezza[142]. Anche in queste circostanze, in ottica di proporzionalità, viene rimarcata l'importanza di adottare particolare cautela in relazione alla distribuzione di «prodotti contraddistinti da caratteristiche di complessità/rischio (o da altre caratteristiche pertinenti quali, ad esempio, l'innovazione) nonché per le situazioni tali da fare insorgere conflitti di interesse significativi (ad esempio in relazione ai prodotti emessi da entità all'interno del gruppo dell'impresa o se i distributori ricevono incentivi da terzi)»[143].

L'Autorità europea, nell'ultima *release* dei propri Orientamenti in materia di *product governance* applicabile dal 3 ottobre 2023, si sofferma anche sulle modalità di identificazione degli «obiettivi legati alla sostenibilità», enucleandoli nell'ambito della sopra indicata categoria del *target market* riferita in senso ampio ai «*Client's Objectives and Needs*». In particolare, viene rimarcata la diretta correlazione tra gli 'obiettivi di sostenibilità' della clientela *target* dei prodotti ESG e le 'preferenze di sostenibilità' dei clienti, che il legislatore unionale inquadra e definisce tra i profili da indagare ai fini della valutazione di adeguatezza[144].

Pertanto, tra i criteri da considerare ai fini della determinazione degli 'obiettivi di sostenibilità' della clientela *target* dovrebbero essere considerati concetti chiave quali: la proporzione minima del prodotto in investimenti 'ecosostenibili' ai sensi dell'art. 2 (1) del Regolamento Tassonomia o in investimenti 'sostenibili' secondo la definizione ex art. 2 (17) SFDR; l'eventuale *focus* specifico del prodotto su fattori ambientali, sociali o di buona *governance* o su una combinazione dei medesimi; la considerazione dei '*principal adverse impacts*' (PAI) dei prodotti, ossia delle potenziali esternalità negative che gli stessi possono determinare sui fattori ESG, valutati ad esempio attraverso gli indicatori previsti dagli RTS dell'SFDR[145].

142 La nota 39 degli Orientamenti dell'ESMA precisa, infatti, che «per la definizione del mercato di riferimento, oltre alle informazioni raccolte mediante i servizi accessori e di investimento, i distributori potrebbero utilizzare qualsiasi informazione e dato ulteriori ritenuti ragionevolmente utili a loro disposizione e acquisiti da altre fonti. Di conseguenza, anche le imprese che forniscono unicamente servizi di investimento nel quadro del regime di adeguatezza [*rectius* appropriatezza] o di sola esecuzione [*rectius execution-only*] potrebbero essere nella posizione di svolgere una valutazione più approfondita del mercato di riferimento».

143 *Cfr.* par. 55 degli Orientamenti dell'ESMA.

144 Secondo la definizione del nuovo numero (7) , art. 2 (1) del Regolamento delegato (UE) 2017/565 (introdotto dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253), per 'preferenze di sostenibilità' s'intende «la scelta, da parte di un cliente o potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari: a) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti ecosostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 1, del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio [c.d. Regolamento Tassonomia]; b) uno strumento finanziario per il quale il cliente o il potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in investimenti sostenibili ai sensi dell'articolo 2, punto 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio [c.d. SFDR]; c) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente». La declinazione operativa di tale nozione normativa, in termini di possibili approcci di adeguamento dei processi interni, viene fornita nell'ambito dell'ultima revisione degli Orientamenti dell'ESMA sull'adeguatezza, applicabili dal 3 ottobre 2023, a cui si rimanda per ulteriori dettagli.

145 Tale approccio, dettagliato nella sezione degli Orientamenti dedicata al produttore delle recenti linee guida (ESMA, 35-43-3448, Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II, 3/08/2023, par. 81), rileva,

Gli scambi informativi tra produttore e distributore

Ai fini del pieno e corretto adempimento agli obblighi di *product governance*, a partire dalla determinazione del *target market* e fino alla revisione dei prodotti, la disciplina pone particolare attenzione ai flussi informativi dal produttore al distributore, e viceversa[146].

Infatti, se da un lato il produttore è tenuto a mettere a disposizione dei distributori informazioni adeguate circa il mercato di riferimento potenziale dei prodotti realizzati, il relativo processo di approvazione, nonché i canali da utilizzare per la distribuzione, specularmente il distributore ha il dovere di ottenere dal *manufacturer* ogni informazione utile ad acquisire la conoscenza e comprensione dei prodotti necessarie ad assicurarne la vendita al relativo *target market*[147].

Qualora il produttore sia un soggetto che non rientra nel perimetro della MiFID II (ad esempio, un intermediario di un paese terzo non autorizzato ad operare in Italia, un gestore collettivo o, ancora, un emittente *corporate*) e non siano reperibili informazioni pubbliche rilevanti sui relativi prodotti, il distributore che intenda comunque commercializzarli deve adottare misure ragionevoli volte a ricevere ugualmente dal produttore (o da un suo agente) le informazioni che gli occorrono per la corretta comprensione dei medesimi e per la conseguente determinazione dei rispettivi *target market*[148]. Tale obbligo assume rilevanza per tutti i prodotti venduti, sia sul mercato primario che sul secondario, ma deve essere applicato in maniera proporzionata, tenuto conto del grado di reperibilità delle informazioni[149] e della complessità dello strumento. Come logica conseguenza dell'eventuale impossibilità di acquisire le informazioni necessarie su un determinato prodotto realizzato da entità non assoggettate alla MiFID II, il distributore dovrebbe astenersi dall'offrire il medesimo ai propri clienti[150].

Nella prassi operativa, il flusso relativo alle categorie del *target market* viene tipicamente assicurato sulla base del citato tracciato *standard* denominato EMT ('*European Mifid Template*'), soprattutto con riguardo ai prodotti del risparmio gestito. Si tratta, come già accennato, di un *format* nato da un'iniziativa 'privatistica' del consorzio FinDatEx, che coinvolge l'industria dei produttori (inclusi i gestori collettivi) e dei distributori, con la finalità pratica di agevolare l'acquisizione degli *input* necessari da

per effetto di apposito rinvio, anche ai fini dell'identificazione del *target market* effettivo dei prodotti da parte del distributore.

146 *Cfr.* artt. 68 e 74 del Regolamento Intermediari.

147 Come già *supra* accennato, è utile qui ribadire che, nel quadro degli Orientamenti aggiornati dell'ESMA, risulta ulteriormente precisato che, soprattutto in relazione ai prodotti con particolari connotazioni di complessità, i distributori dovrebbero essere messi in condizione di potere accedere alle informazioni del produttore sugli esiti delle analisi di scenario e sulla struttura dei costi, ai fini di una migliore identificazione del *target market* effettivo.

148 Sul punto, gli Orientamenti dell'ESMA evidenziano che un produttore fuori *scope* della MiFID II può decidere, su base volontaria o secondo appositi accordi con i distributori, di definire il *target market* dei propri prodotti in conformità con il *framework* di riferimento, incluse le misure di livello 3. Il caso tipico concreto è quello, richiamato al par. 1.2.2, dei gestori collettivi.

149 Come precisato anche dall'ESMA, per «informazioni disponibili pubblicamente» si intendono informazioni chiare, affidabili e diffuse in adempimento, ad esempio, della disciplina sul Prospetto, della Direttiva *Transparency*, della Direttiva UCITS e AIFMD, ovvero di altre disposizioni equivalenti di paesi terzi.

150 *Cfr.* par. 77 degli Orientamenti ESMA.

parte di questi ultimi, attraverso l'identificazione di logiche comuni per la valorizzazione delle informazioni sul TMP dei prodotti e la relativa strategia distributiva[151].

Ma lo scambio informativo tra produttore e distributore è disegnato dalla normativa in forma bidirezionale. Infatti, è previsto che il produttore debba anche ricevere dal distributore ogni informazione utile ai fini della propria *review* periodica dei prodotti (*cfr.* paragrafo 2.2 della presente Sezione). In particolare, il Considerando 20 della Direttiva (UE) 2017/593, nel riempire di contenuto tale disposizione, chiarisce che «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». A titolo esemplificativo, e come meglio chiarito anche dagli Orientamenti dell'ESMA, si fa riferimento ad eventuali dati relativi a vendite effettuate al di fuori del *target market* (soprattutto con riferimento ai casi più rilevanti in termini anche di numerosità dei soggetti coinvolti), informazioni su caratteristiche e tipologia di clientela servita, dati sui reclami ricevuti dai clienti, esiti di questionari definiti *ad hoc* dallo stesso produttore per ottenere un *feed-back* su taluni specifici aspetti da un campione di investitori. In linea generale, si tratta di informazioni da rendere in forma aggregata, non a livello di singole operazioni, in quanto – come anticipato al paragrafo 2.2 della presente Sezione – l'interesse ai fini di processi di revisione dei prodotti non è conoscere l'esperienza d'investimento dei singoli, quanto piuttosto acquisire un riscontro più ampio sulla corretta identificazione della clientela *target* identificata a monte, nonché sull'impostazione dei processi di *product governance* adottata dall'intermediario[152].

Un'ulteriore indicazione significativa, da ultimo integrata negli Orientamenti aggiornati dell'ESMA, riguarda la precisazione secondo cui i distributori dovrebbero sempre, in modo proattivo, trasmettere ai produttori ogni informazione utile alla *review* periodica dei prodotti da parte dei medesimi, e non solo dietro richiesta di questi ultimi. Un tema che resta aperto è quello dell'eventuale flusso di ritorno verso i *manufacturer* che decidono su base volontaria di determinare il *target market* potenziale, pur non rientrando nel perimetro della MiFID II. Si tratta tipicamente, come detto, dei gestori collettivi la cui scelta di fornire ai distributori *input* sulla clientela *target* potenziale è mossa sostanzialmente da motivazioni di carattere commerciale, ossia facilitare il compito dei distributori di conformarsi agli obblighi di *product governance*. Tali soggetti non sono, tuttavia, tenuti a considerare le informazioni sulla *review* dei prodotti da

151 Per maggiori dettagli sull'impostazione di tale strumento, si rinvia all'approfondimento svolto dal contributo di ANNUNZIATA F., COLONNELLO D., LUPOI A., *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, Quaderno Giuridico della CONSOB n. 28, Consob, Roma, 2023.

152 Non è tuttavia escluso che, in talune circostanze, possa essere più opportuno fornire un livello di dettaglio maggiore, relativo a strumenti specifici, come ad esempio nel caso in cui il distributore giunga alla conclusione che il *target market* di un dato prodotto sia stato definito modo erroneo *(cfr.* par. 70 degli Orientamenti ESMA).

parte dei distributori, né risulta chiaro per questi ultimi se l'invio sia obbligatorio. L'atteso intervento normativo riguardante il perimetro soggettivo della disciplina, di cui si è trattato sopra, risolverebbe anche questo profilo.

Le deviazioni 'ammissibili' dal target market positivo al momento della prestazione dei servizi d'investimento

I presidi di *product governance* e quelli di valutazione di adeguatezza, come illustrato al paragrafo 2.2 della presente Sezione, hanno finalità differenti ed esplicano la loro funzione in momenti e secondo logiche diverse, pur trovandosi necessariamente ad interagire tra loro. I primi si basano su considerazioni strettamente legate alle connotazioni dei prodotti ('*product-related*'), al fine di individuare i gruppi di clienti *target* coerenti con gli stessi in una fase 'filtro' antecedente alla prestazione dei servizi d'investimento; i secondi, invece, si pongono nella prospettiva del controllo della singola transazione del cliente, potendo considerare fattori ulteriori attinenti alla valutazione della specifica operazione, quali ad esempio, nel caso dell'adeguatezza, la composizione del portafoglio[153]. La ricaduta diretta di tali diversità d'impostazione dei presidi in esame è la possibilità che al *point of sale* si verifichino situazioni di vendite al di fuori del *target market* positivo[154].

Gli Orientamenti dell'ESMA si soffermano, quindi, sulle possibili modalità d'interazione tra i processi dei distributori 'a monte' e 'a valle' in tali circostanze, fornendo delle esemplificazioni concrete che fanno leva sulle diverse variabili in gioco: i sevizi d'investimento prestati, le caratteristiche dei prodotti e la configurazione del *target market*, inclusa la fascia 'grigia' intermedia tra il *target market* 'positivo' e quello 'negativo'.

In linea generale, l'ESMA riconosce l'eventualità che possano verificarsi vendite '*outside*' il *target market*, purché queste risultino giustificate dalle situazioni specifiche dei clienti interessati e la ragione di tale 'deviazione' venga chiaramente documentata e rappresentata al cliente *retail* nell'ambito del '*suitability report*' al medesimo consegnato nella prestazione del servizio di consulenza[155], assicurando nel contempo il rispetto di tutte le regole di condotta applicabili al *point of sale*[156]. Quanto alla possibilità di destinare un prodotto a clienti ricompresi nel *target market* 'negativo', è evidenziato che tale circostanza dovrebbe ricorrere ancora più raramente e dovrebbe essere supportata da motivazioni particolarmente robuste[157].

153 Si veda ESMA, *Consultation Paper. Draft guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA/2016/1436, 5 ottobre 2016, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1436_cp_guidelines_on_product_governance.pdf

154 Come osservato, ad esempio, da DELLA TOMMASINA L., *op. cit.*, p. 266, «è persino scontato che una valutazione di astratta compatibilità dello strumento finanziario con un certo 'tipo' di investitore non escluda a valle un esito negativo del test di adeguatezza o di appropriatezza in riferimento ad un cliente in carne ed ossa a tutti gli effetti ascrivibile al *target*».

155 *Cfr.* par. 84 degli Orientamenti dell'ESMA.

156 Si fa riferimento, in particolare, agli obblighi di *disclosure*, di identificazione e gestione dei conflitti di interesse, sulla remunerazione del personale e sugli incentivi.

157 La formulazione del par. 85 degli Orientamenti dell'ESMA, esplicativa sul significato e la rilevanza del *target market* 'negativo', chiarisce che si tratta di «un'indicazione esplicita di tali clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi

Inoltre, viene rimarcata la necessità per i distributori di valutare e decidere *ex-ante* come intendano comportarsi al manifestarsi di tali situazioni, anche in considerazione della natura dei prodotti offerti (ad esempio, in termini di complessità e rischiosità) e dell'esistenza di possibili conflitti di interessi (come, per esempio, nel caso del *self-placement*). In tale quadro, assume particolare rilievo, come accennato, la connotazione del *target market* c.d. 'grigio'. Gli intermediari potrebbero, ad esempio, consentire ai clienti di operare qualora gli stessi siano riconducibili al *target market* 'neutrale', mantenendo invece maglie più strette rispetto ai soggetti che rientrano nel *target market* negativo, tenendo conto al contempo delle specificità legate ai diversi modelli operativi[158].

L'ESMA tratta, inoltre, in modo espresso le situazioni specifiche relative all'adozione di modelli di valutazione di adeguatezza fondati su una logica di portafoglio nella prestazione del servizio di consulenza, così come anche la prestazione del servizio di gestione di portafogli[159], nel cui ambito i prodotti possono essere utilizzati con finalità di diversificazione o di *hedging* di un determinato rischio. In tali circostanze, l'Autorità europea ritiene sia possibile la 'deviazione' dal *target market* positivo, fermo restando che, anche in questi casi, la vendita all'interno del *target market* negativo dovrebbe risultare supportata da motivazioni sostanziali.

Alla luce delle evidenze applicative emerse dalla CSA del 2021, gli Orientamenti dell'ESMA del 2023 sono stati rafforzati con riferimento proprio a questa fattispecie. Infatti, è stato rimarcato che gli intermediari dovrebbero comunque assicurare il rispetto dell'obbligo di identificare il mercato di riferimento dei prodotti distribuiti nonché dotarsi di misure idonee a monitorare che le vendite al di fuori del *target market* positivo siano effettivamente giustificate dall'applicazione della logica di portafoglio nella prestazione della consulenza (escludendo, quindi, tale possibilità per le categorie relative alla tipologia del cliente e alla conoscenza ed esperienza, in quanto si tratta di variabili 'non diversificabili')[160]. Nel caso della gestione di portafogli, è comunque rite-

il prodotto non è compatibile e a cui il prodotto non dovrebbe essere distribuito. La vendita agli investitori appartenenti a tale gruppo dovrebbe avvenire raramente; la giustificazione per situazioni che si discostano da quanto descritto dovrebbe essere di conseguenza significativa ed è generalmente previsto che sia sostenuta da maggiori prove rispetto a quanto avverrebbe nel caso di una giustificazione per le vendite al di fuori del mercato di riferimento positivo».

158 A titolo esemplificativo, il par. 86 degli Orientamenti dell'ESMA descrive la circostanza in cui «la vendita di prodotti al di fuori del mercato di riferimento potrebbe verificarsi a seguito di vendite senza consulenza (vale a dire se i clienti si mettono in contatto con un'impresa per acquistare un determinato prodotto senza alcuna commercializzazione attiva da parte dell'impresa o senza essere stati influenzati in alcun modo da tale impresa), laddove l'impresa non disponga di tutte le informazioni necessarie per svolgere una valutazione approfondita atta a stabilire se il cliente rientra nel mercato di riferimento, il che potrebbe verificarsi, ad esempio, per le piattaforme di esecuzione che operano unicamente nel quadro del regime di adeguatezza».

159 In ESMA, *Final report, Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-620, 5 febbraio 2018, l'Autorità europea chiarisce, al par. 26, che «*in accordance with Recital 15 and Article 10(1) of the MiFID II Delegated Directive offering, recommending or selling an investment product also includes the investment services of portfolio management* (...)». Pertanto, la prestazione del servizio di gestione di portafoglio attrae gli obblighi di *governance* dei prodotti in qualità di intermediario-distributore.

160 *Cfr.* par. 64 degli Orientamenti dell'ESMA. Tale impostazione è meglio chiarita dalla stessa Autorità europea nell'ambito del *feedback* alla consultazione, incluso nel citato F*inal report* del 27 marzo 2023. In particolare, il par. 85 precisa che, in relazione al servizio di consulenza, «*ESMA confirms its position that deviations from the target market category 'knowledge and experience' cannot be justified for diversification or hedging purposes. Different from a product's diversifiable risk, other product's features, for example, a product's complex characteristics cannot be 'diversified' when*

nuta ammissibile una 'deviazione' dal livello di 'conoscenza ed esperienza' normalmente richiesto per la clientela *target* del prodotto, in ragione della particolare natura del servizio, caratterizzato dal ruolo maggiormente pregnante dell'intermediario quale soggetto professionale che effettua direttamente le scelte d'investimento per conto del cliente e nell'interesse del medesimo, secondo le specifiche previsioni del mandato gestorio[161]. In linea più generale, data la peculiarità del servizio in questione pare possa ritenersi che la considerazione del *target market* dei prodotti sottesi alle 'linee di gestione' dovrebbe essere finalizzata a indirizzare i gestori nelle relative scelte d'investimento, secondo direttive definite e condivise a monte nell'interesse della clientela *target* delle medesime linee di gestione, anche con il coinvolgimento di strutture direttive centralizzate. Tale impostazione appare coerente con l'approccio, sopra descritto, che l'ESMA ha adottato negli Orientamenti in materia di adeguatezza, trattando della valutazione in termini di costi e complessità dei prodotti equivalenti nel caso di 'strategie di portafoglio comuni' (*cfr.* paragrafo 2.2 della presente Sezione). Sarebbe comunque auspicabile un intervento chiarificatore dell'Autorità europea o del legislatore unionale, esplicitamente riferito alla logica di utilizzo del *target market* dei prodotti ai fini del servizio di gestione di portafogli, che tenga conto dell'esperienza applicativa degli operatori e delle Autorità nazionali.

La ricostruzione dell'interazione tra processi 'a monte' e 'a valle' nella prestazione dei servizi d'investimento, sulla base anche delle indicazioni più operative disponibili attraverso gli Orientamenti dell'ESMA, mette in rilievo taluni profili meritevoli di qualche riflessione ulteriore, in quanto potenzialmente in grado di porre a rischio l'efficacia reale dei presidi aggiuntivi introdotti con la disciplina di *product governance*[162]. Si pensi, ad esempio, ai casi in cui la determinazione del *target market* positivo e negativo di un prodotto porti all'identificazione di una fascia troppo ampia di clienti che rientrano nel *target market* 'grigio', sminuendo quindi la valenza primaria del *target market* positivo in termini di capacità di meglio orientare l'offerta secondo le caratteristiche e i bisogni dei clienti. Un altro aspetto degno di considerazione è l'effetto della valutazione di adeguatezza applicata secondo la logica di portafoglio che, comportando sostanzialmente la possibilità di deviare dal *target market* in via sistematica,

using a portfolio approach. This is because, where an investment firm recommends a client to invest in a product for which he or she does not have sufficient knowledge and experience, the recommendation would not be suitable for the client, irrespective of whether the product is recommended as part of a portfolio approach. Likewise, ESMA considers that the deviations from the target market category 'client type' cannot be justified for diversification or hedging purposes, irrespective of whether the firm provides investment advice or portfolio management».

161 Tale impostazione risulta in linea con l'approccio, adottato ai fini della valutazione di adeguatezza, in relazione al medesimo parametro. Per maggiore chiarezza, gli stessi Orientamenti in materia di *product governance* richiamano il passaggio rilevante, contenuto al par. 38 degli Orientamenti dell'ESMA in materia di adeguatezza, secondo cui «nell'ipotesi di servizi di gestione di portafogli, poiché le decisioni in materia di investimenti sono adottate dall'impresa per conto del cliente, il livello di conoscenza ed esperienza del cliente per quanto riguarda tutti gli strumenti finanziari che possono comporre il portafoglio può essere meno dettagliato del livello che il cliente dovrebbe avere in caso di servizi di consulenza in materia di investimenti. Tuttavia, anche in tali situazioni, il cliente dovrebbe almeno comprendere i rischi complessivi del portafoglio e possedere una comprensione generale dei rischi connessi a ogni tipo di strumento finanziario che può essere incluso nel portafoglio. Le imprese dovrebbero acquisire una comprensione e una conoscenza molto chiara del profilo di investimento del cliente».

162 Si evidenziano contributi critici, tra cui DELLA TOMMASINA L., *op. cit.* pp. 267 ss., il quale mette in evidenza le interferenze e i problemi di coordinamento tra le regole di *product governance* e i presidi di adeguatezza e appropriatezza applicabili ai singoli rapporti.

potrebbe di fatto svuotare di utilità i presidi 'a monte', contrariamente all'intento del legislatore unionale.

L'interazione tra strategia distributiva del produttore e del distributore

Nell'impianto della *product governance*, la definizione del *target market* è sempre accompagnata dall'identificazione della relativa strategia distributiva, ossia delle modalità attraverso cui i prodotti dovrebbero essere indirizzati verso la clientela finale destinataria degli stessi. Tale compito è assegnato sia al distributore che al distributore.

In analogia con l'approccio delineato per l'individuazione del *target market*, è previsto che la strategia distributiva del *manufacturer* sia determinata in termini più astratti, mentre quella del distributore deve essere più concreta, in quanto basata sulla considerazione della clientela effettiva.

Secondo le indicazioni operative dell'ESMA, la strategia distributiva del produttore ricomprende anche la fase di selezione degli intermediari di cui avvalersi per la diffusione degli strumenti realizzati. La finalità è quella di individuare, in ottica di *best effort*, gli operatori meglio 'compatibili' con il *target market* potenziale, in ragione della tipologia di clientela servita e dei servizi d'investimento prestati.

Il distributore, come per la determinazione del TME, deve tenere conto del TMP, anche nel definire la propria strategia distributiva, e deve prendere in considerazione le indicazioni del produttore, ma sempre in chiave critica, potendosi basare su una valutazione più accurata della clientela, in termini di caratteristiche ed esigenze, in ragione del rapporto diretto con la medesima. A titolo d'esempio, l'ESMA chiarisce che nel caso di un prodotto ritenuto dal *manufacturer* relativamente semplice e tale da poter essere offerto non in consulenza, il distributore potrebbe diversamente ritenere che, per uno specifico gruppo di clienti connotato da un limitato livello di conoscenza ed esperienza, una situazione finanziaria poco stabile e obiettivi di brevissimo periodo, la migliore strategia di distribuzione, in quanto più tutelante, dovrebbe essere la prestazione del servizio di consulenza. Di contro, il distributore potrebbe decidere di 'ampliare' la strategia di distribuzione definita dal produttore rendendo disponibile il prodotto a un certo segmento di investitori senza consulenza, anche nel caso in cui il produttore abbia invece previsto l'abbinamento del servizio di consulenza. In tale ultima circostanza dovrebbe, tuttavia, essere assicurata una valutazione particolarmente attenta delle caratteristiche dei clienti e del prodotto da parte dell'intermediario a contatto diretto con la clientela reale.

È inoltre importante tenere presente che la strategia distributiva del distributore va intesa in senso ampio. In particolare, secondo i chiarimenti dell'ESMA, alla luce anche dell'esperienza applicativa ad esito della CSA, occorre fare riferimento non soltanto all'identificazione del tipo di servizio più idoneo, in ragione delle connotazioni del prodotto, ma anche ai canali distributivi (ad esempio, 'virtuale' *vs* 'presenza fisica'), nonché alle modalità di promozione e *marketing* di tali servizi e prodotti. In tale ambito, traendo spunto anche dalle analisi condotte in occasione dell'elaborazione dell'*advice*

alla Commissione europea sui temi della RIS[163], gli Orientamenti dell'ESMA del 2023 evidenziano l'importanza di condurre opportune valutazioni in ordine all'impiego, nell'operatività online, di tecniche di *gamification* che potrebbero spingere ('*nudge*') i clienti verso comportamenti rischiosi e non coerenti rispetto alle effettive caratteristiche e bisogni dei medesimi, oppure riguardo l'impostazione della c.d. '*choice architecture*'[164], ovvero ancora, in merito all'utilizzo dei c.d. '*finfluencer*'[165].

La strategia distributiva, così come il *target market*, è soggetta a revisione periodica, allo scopo di verificarne l'efficacia e di potere attivare le eventuali azioni correttive, se necessario, assicurando, al contempo, l'invio di un flusso informativo al produttore per le sue valutazioni[166].

2.4 Le esenzioni dagli obblighi di governance dei prodotti

Il 'nuovo' art. 16 *bis* di MiFID II – introdotto dalla menzionata Direttiva (UE) 2021/338 del 16 febbraio 2021 (c.d. '*Quick Fix*') nella cornice del '*Capital Markets Recovery Package*' (descritto *supra* paragrafo 2.1) – prevede una limitazione del perimetro applicativo della *product governance*, stabilendo la disapplicazione degli obblighi in parola qualora gli strumenti finanziari siano rivolti esclusivamente a controparti qualificate o nei casi in cui i servizi di investimento abbiano ad oggetto obbligazioni con clausola *make-whole* senza altri derivati incorporati.

Secondo il Considerando 4 della citata Direttiva (UE) 2021/338, risulta «giustificato esentare le controparti qualificate dai requisiti di governance dei prodotti applicabili agli strumenti finanziari commercializzati o distribuiti esclusivamente ad esse», in ragione della natura e del grado di sofisticazione di tale tipologia di clienti, potendosi ritenere che gli stessi «abbiano una conoscenza sufficiente degli strumenti finanziari»[167]. Peraltro, già nell'apparato originario della *product governance*, l'obbligo di identificazione del *target market* dei prodotti destinati soltanto, come 'clienti finali', a controparti qualificate aveva, nei fatti, una rilevanza molto limitata, in ragione delle

163 *Cfr.* ESMA, *Final Report. On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, ESMA35-42-1227, 29 aprile 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf

164 Nei canali digitali, la *choice architecture* consiste sostanzialmente nell'impostazione dell'interfaccia attraverso cui il cliente può effettuare le sue scelte, potendo per esempio mettere in maggiore o minore evidenza determinati prodotti ai fini della selezione. Ad esempio, «un distributore potrebbe decidere di non mostrare un prodotto più complesso in una posizione ben visibile sul sito *web* o nella parte superiore dei risultati di ricerca di un cliente, oppure potrebbe decidere di mostrare tale prodotto solo se il cliente lo richiede specificamente» *(cfr.* par. 59 degli Orientamenti ESMA).

165 Si tratta di tematiche fortemente oggetto di attenzione da parte dei regolatori, in ragione dell'intensità e della rapidità delle evoluzioni tecnologiche, in relazione alle quali sono attesi sviluppi normativi ulteriori, anche nel quadro della citata RIS.

166 Ad esempio, nel caso di prodotti complessi distribuiti mediante i servizi esecutivi, un indice da considerare, ai fini di una possibile revisione della strategia distributiva, può essere la frequenza significativa di vendite al di fuori del mercato di riferimento positivo o, specularmente, nel mercato di riferimento negativo *(cfr.* par. 72 degli Orientamenti).

167 Nella stessa direzione, il Considerando 3 riconosce più in generale che «per quanto riguarda gli obblighi volti a proteggere gli investitori, la Direttiva 2014/65/UE non ha pienamente raggiunto l'obiettivo di adottare misure che tengano sufficientemente conto delle peculiarità di ciascuna categoria di investitori (...). Alcuni di tali obblighi non sempre hanno migliorato la tutela degli investitori, ma talvolta hanno ostacolato la regolare esecuzione delle decisioni di investimento».

elevate competenze di tali soggetti e della conseguente ampia capacità dei medesimi di valutare i propri bisogni e obiettivi d'investimento[168].

In argomento, l'ESMA ha, peraltro, ritenuto opportuno rimarcare nell'ultimo aggiornamento dei propri Orientamenti in materia di governo dei prodotti[169] che la decisione di destinare un prodotto esclusivamente a controparti qualificate dovrebbe essere effettuata *ex-ante*, sulla base dei processi interni di *product governance* dell'intermediario, limitando così il rischio di possibili aggiramenti o strumentalizzazioni delle norme[170].

In linea più generale, con riferimento all'impianto delle regole applicabili all'operatività con le controparti qualificate, parrebbe emergere dagli interventi complessivi introdotti dal *Quick Fix* un'impostazione che segna un ritorno alle originarie previsioni della MiFID I, con una disapplicazione pressocché totale delle regole di *investor protection* per tale categoria di soggetti; nella seconda versione della MiFID, invece, si era ritenuto necessario inserire a loro favore presidi aggiuntivi, seppure opportunamente graduati, soprattutto di trasparenza informativa[171]. Resta fermo, in ogni caso, il principio introdotto con l'art. 30, paragrafo 1, comma 2 di MiFID II, e trasposto nella disciplina nazionale attraverso l'art. 61, comma 3 del Regolamento Intermediari ai sensi del quale «nei confronti delle controparti qualificate gli intermediari agiscono in modo onesto, equo e professionale e utilizzano comunicazioni chiare e non fuorvianti, tenuto conto della natura del soggetto e della sua attività».

Quanto all'esenzione relativa ai *bond* con clausola *make-whole*[172], in base al citato Considerando 4 del *Quick Fix*, la stessa trova fondamento nella circostanza che

168 Sul punto, anche ESMA si era espressa in modo esplicito nell'ambito dei propri Orientamenti in materia del febbraio 2018 *(cfr.*, in particolare, i parr. 84-85 di ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, ESMA35-43-620, 5 febbraio 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_it.pdf). Nel quadro dei recenti lavori di revisione del documento, la sezione dedicata all'operatività c.d. *'wholesale'* (ossia nei confronti di clienti professionali e controparti qualificate in oggetto) è stata oggetto di un intervento mirato di razionalizzazione, volto a depurare il testo delle parti non più applicabili per effetto della nuova esenzione normativa *(cfr.* parr. 89-96 ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_IT.pdf).

169 Si veda il nuovo par. 19, lett. a), riguardante la categoria del *target market* afferente al 'tipo cliente' nella sezione sul produttore, richiamato anche per il distributore: ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023.

170 Ad esempio, nel caso di un prodotto ideato espressamente per controparti qualificate, che, in assenza di chiare indicazioni del produttore circa tale limitazione, sia destinato dal distributore anche a clienti rientranti in altre categorie (quali i professionali). Infatti, qualora un prodotto sia rivolto anche (e non esclusivamente) a controparti qualificate, gli obblighi di *product governance* restano pienamente applicabili.

171 Sul punto, si veda in particolare il Considerando 104 di MiFID II, secondo cui «la crisi finanziaria ha messo in evidenza i limiti della capacità dei clienti non al dettaglio di valutare il rischio dei loro investimenti. Se da un lato è opportuno ribadire che le norme di comportamento dovrebbero essere applicate con riguardo agli investitori che hanno maggiormente bisogno di protezione, è d'altro lato opportuno calibrare meglio i requisiti applicabili alle diverse categorie di clienti. A tale riguardo è auspicabile estendere alcuni requisiti in materia di informazione e segnalazione alla relazione con le controparti qualificate. I requisiti pertinenti dovrebbero in particolare riferirsi alla tutela degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti nonché alle informazioni e segnalazioni riguardanti strumenti finanziari e operazioni più complessi».

172 Ai sensi del novellato art. 1, comma 1-bis.1. del TUF la clausola *'make-whole'* è definita come «una clausola diretta a tutelare l'investitore garantendo che, in caso di rimborso anticipato di un'obbligazione, l'emittente sia tenuto a versare

le obbligazioni della specie «sono generalmente considerate prodotti semplici e sicuri, ammissibili per i clienti al dettaglio». Di conseguenza, nell'ottica del legislatore unionale, la disapplicazione dei vincoli di *product governance* è volta ad agevolare la distribuzione di tale tipologia di strumenti, contribuendo a stimolare la partecipazione della clientela *retail* all'economia reale, in coerenza con gli obiettivi della *Capital Markets Union*[173].

Va comunque chiarito, in linea con le indicazioni dell'ESMA[174], che la previsione in esame non esclude dagli obblighi di *governance* del prodotto tutte le obbligazioni *plain vanilla*, bensì solo quelle che incorporano una clausola *make-whole*; d'altro canto, la mera presenza di tale clausola non è comunque sufficiente ad esentare dai requisiti in parola i *bond* che includano altre clausole derivative, per i quali le relative previsioni rimangono pienamente applicabili[175].

al detentore dell'obbligazione un importo pari alla somma del valore attuale netto delle cedole residue fino alla scadenza e del valore nominale dell'obbligazione da rimborsare» (in linea con la nozione introdotta dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 44-bis) di MiFID II).

173 Restano fermi, in ogni caso, i presidi di adeguatezza o appropriatezza applicabili, a seconda del servizio prestato, nell'interazione al *point of sale* con il singolo cliente.

174 Si veda la Q&A n. 5, Sezione 16 - Product governance - del documento ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA35-43-349, 15 dicembre 2023.

175 Resta fermo che, in ragione del principio di proporzionalità che permea l'intera disciplina della *product governance (cfr. supra* pragrafi 2.2 e 2.3 della Sezione I), l'applicazione dei relativi presidi è graduata in base alla natura dello strumento finanziario. Pertanto, il *target market* delle obbligazioni *plain vanilla* potrà essere più ampio e sarà, pertanto, identificato con un minor grado di granularità rispetto a quello dei *bond* con derivati incorporati (diversi da, o in aggiunta, a una clausola *make-whole*). Sul punto, l'ESMA, in un'osservazione di carattere generale in ESMA, *Consultation Paper on the Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA 35-43-3114, 8 luglio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114_-_cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf pur riconoscendo la piena autonomia degli intermediari nelle scelte relative agli strumenti da emettere e distribuire, ha ritenuto opportuno rimarcare che la clausola *make-whole* non dovrebbe essere utilizzata strumentalmente per evitare l'applicazione degli obblighi di *product governance*. A titolo d'esempio, l'ESMA nota che, secondo l'impostazione della norma, anche le obbligazioni bancarie di tipo *plain vanilla*, in presenza di una clausola *make-whole*, resterebbero escluse dai processi di *product governance*, pur essendo caratterizzate da profili di complessità che comportano l'assoggettamento al meccanismo del *bail-in*. *Cfr.* par. 19 della sezione di *Background* del documento.

L'esperienza applicativa delle norme in materia di *product governance*

SEZIONE SECONDA

Uno dei principali limiti che la legislazione unionale in materia finanziaria incontra tuttora nella realizzazione delle finalità per le quali è stata introdotta è rappresentata da un'applicazione eterogenea delle norme nei singoli Stati Membri.

La presenza di processi di trasposizione della disciplina euro-unitaria non omogenei costituisce uno dei maggiori ostacoli al conseguimento dell'obiettivo di piena armonizzazione della seconda versione della MiFID.

Sul punto, alcuni autori sostengono che tale eterogeneità è in parte riconducibile anche ad un processo di attuazione del pacchetto MiFID II che sconta tempistiche, in fase di recepimento, non uniformi per i singoli Stati[176]. Ciò sarebbe attribuibile, tra l'altro, al fatto che alcuni Paesi, anche richiamandosi alle specificità nazionali, sono restii a cedere parte della sovranità in taluni ambiti della regolamentazione finanziaria domestica. A livello unionale, poi, il recepimento della disciplina negli ordinamenti interni sconta approcci differenziati, riconducibili, altresì, al differente stadio di sviluppo dei mercati finanziari nei singoli Paesi Membri[177].

Più precisamente, per i Paesi in cui i mercati finanziari si trovano in fase di crescita (quali, ad esempio, la Spagna) è possibile riscontrare la volontà di preservare le prassi di vigilanza vigenti, in quanto modifiche nei paradigmi potrebbero originare effetti potenzialmente destabilizzanti.

Viceversa, nei Paesi in cui i mercati finanziari presentano un avanzato livello di sviluppo (come, tipicamente, la Germania) si tenderebbe a voler evitare possibili perdite di fiducia generalizzate degli investitori, per scongiurare eventuali ripercussioni a livello sistemico; diretta conseguenza è che l'approccio sarebbe maggiormente protettivo verso gli investitori e, quindi, più 'rigoroso' in sede di recepimento del *framework* unionale e conseguentemente in termini di aspettative sul livello di conformità a tali norme da parte dei soggetti vigilati[178].

176 Con riferimento alla seconda versione della MiFID, COMANA M., *op. cit.*, p. 162, rileva che, successivamente alla relativa entrata in vigore - ad inizio 2018 -, è stato segnalato a numerosi Stati membri (ben 12) che il recepimento della disciplina nell'ordinamento interno non era in linea con gli *standard* richiesti e, per tale motivo, è stato chiesto loro di procedere ad alcune rettifiche. A titolo di esempio, nel mese di settembre 2018 la Slovenia non aveva ancora attuato le diposizioni contenute nel pacchetto; Croazia e Spagna avevano, invece, realizzato un recepimento solo parziale.

177 COMANA M., *op. cit.*, pp. 176 e ss.

178 In altre parole, se i Paesi che risultano meno avanzati dal punto di vista finanziario presentano un atteggiamento più 'conservatore' - in quanto si ritiene che l'industria finanziaria 'nascente' risulterebbe maggiormente bisognosa di preservare le regole pre-esistenti –, dall'altro lato i Paesi più avanzati finanziariamente si caratterizzano per più elevati livelli di protezione riconosciuti agli investitori.

A parere di COMANA M., *op. cit.*, p. 176, nel contesto europeo l'Italia rappresenterebbe la sola eccezione: a fronte di mercati finanziari in fase di sviluppo è riscontrabile un elevato livello di protezione per gli investitori, tratto tipico dei Paesi ad avanzato sviluppo finanziario.

Ancora, in altri Stati (come, a titolo esemplificativo, la Francia) l'approccio seguito nel processo di attuazione della MiFID II risulta di tipo 'intermedio', presentando taluni elementi tipici delle strategie adottate dai Paesi meno sviluppati (ad esempio, la Spagna), ma anche di quelli più avanzati in ambito finanziario (quale la Germania), nell'intento di contemperare la 'flessibilità' richiesta dagli operatori con le esigenze di tutela degli investitori.

La convergenza applicativa è, in altri termini, fondamentale per il perseguimento degli obiettivi della legislazione euro-unitaria in materia finanziaria.

Nel presente capitolo la tematica sarà approfondita limitatamente agli aspetti di interesse per il lavoro; in particolare, la trattazione si soffermerà, in primo luogo, sulle attività realizzate dall'Autorità europea volte a favorire la convergenza applicativa della disciplina in materia di *product governance*, per poi focalizzarsi sullo stato dell'arte in alcuni Stati membri.

1 L'attività dell'ESMA

Accanto ai compiti di *rule-making* dell'ESMA discussi nel precedente capitolo, nel corso del tempo si è registrata una sempre più marcata enfatizzazione del ruolo di guida e di coordinamento dell'Autorità europea nell'area della vigilanza, con l'obiettivo di favorire una maggiore efficacia della convergenza applicativa a livello UE[179].

Al riguardo, l'armamentario a disposizione dell'ESMA è piuttosto ampio ed è in continua evoluzione[180].

Tra le principali novità nell'ambito degli strumenti di convergenza attualmente in uso, rientra senz'altro la '*Common Supervisory Action*' (o come anticipato la 'CSA'), un *tool* non tipizzato - come, invece, risulta essere, ad esempio, la *peer review* -, ideato dall'Autorità europea in conformità all'art. 29, paragrafo 2 dell'ESMAR, volto a creare una «*common supervisory culture*» a livello UE[181].

179 In proposito, la stessa Autorità europea, nel proprio documento di pianificazione per il periodo 2023-2028, rileva che «*strengthening supervisory convergence across the EU single market is a key ESMA objective. Supervisory convergence activity includes both consistent understanding and application of the rulebook and its effective supervision across the EU. While ESMA is increasingly shifting the focus of convergence activities towards effective coordinated supervision, it will continue its efforts to ensure a consistent understanding and application of the rulebook. ESMA's convergence work will shift from technical aspects to effective supervision on the ground*». Si veda ESMA, *ESMA Strategy 2023-2028*, ESMA22-439-1076, 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_strategy_2023-2028.pdf.

180 In proposito, nel citato documento riguardante '*ESMA Strategy 2023-2028*', viene precisato che «*ESMA's convergence role depends on the specific situations as well as the nature and maturity of the NCAs' supervisory mandates. In some cases, ESMA is a facilitator by acting as a hub for expertise sharing, and by supporting common planning and prioritisation of the supervisory work. In other cases, ESMA acts as a coordinator, helping to organise coordinated or consistent supervisory activities (...) ESMA will continue developing practical guidance for effective supervision across the EU building on the experience being gathered through for example real supervisory case discussions. ESMA will gradually develop principles-based supervisory guidance (including the Union supervisory handbook) by prioritising those areas that require co-ordination, in order to facilitate a common and effective EU-wide supervisory approach*».

181 Ai sensi della richiamata disposizione, infatti, «l'Autorità può sviluppare, se del caso, nuovi strumenti pratici e di convergenza per promuovere approcci e prassi comuni in materia di vigilanza».

In concreto, la CSA consiste nel condurre un'indagine tematica di vigilanza su un medesimo argomento, simultaneamente in più Stati membri a cura delle Autorità nazionali competenti ('*National Competent Authority*', di seguito anche NCA), sotto il coordinamento dell'Autorità europea[182] che, sostanzialmente, definisce una 'metodologia' comune[183].

Giova precisare che la partecipazione delle Autorità nazionali competenti alle *Common Supervisory Action* non è obbligatoria, sebbene l'ESMA incoraggi un coinvolgimento ampio delle NCA: l'efficacia dell'esercizio e la rilevanza dei risultati dipendono, difatti, in maniera considerevole dall'adesione all'iniziativa di una nutrita platea di Autorità e di soggetti vigilati[184].

Con specifico riferimento alla disciplina in materia di *product governance*, l'ESMA ha ritenuto opportuno attivare nel 2021 lo strumento della CSA per verificare, dopo i primi tre anni di esperienza applicativa, l'efficacia del 'nuovo' presidio di *investor protection* introdotto dalla MiFID II[185].

La menzionata CSA ha registrato una considerevole adesione, avendo visto la partecipazione di ben 26 Autorità nazionali competenti dell'UE e dello SEE che, nell'insieme, hanno interessato un *panel* di 214 intermediari (dei quali 115 banche e 99 imprese d'investimento), coinvolti nella veste di produttore, distributore, o in qualità sia di produttore che di distributore[186].

Il suo utilizzo è stato avviato in via sperimentale nel 2019, con la prima CSA incentrata sulla regola dell'appropriatezza nel quadro della MiFID II, per poi estendersi ad altri settori di competenza dell'ESMA. A titolo d'esempio, lo strumento è utilizzato anche nell'area della gestione collettiva, nel cui ambito è stata svolta una CSA sul *liquidity risk management* (LRM) degli UCITS nel 2020, sul tema dei costi e oneri nel *framework* UCITS nel 2021 e sulla valutazione degli *asset* nel mondo UCITS e AIFMD nel 2022.

182 Nella sostanza, la CSA si presenta come uno strumento a cavallo tra la *supervisory convergence* e il *rule-making*: la verifica sul campo delle modalità applicative delle norme unionali e il successivo confronto in sede ESMA sulle evidenze raccolte consentono, infatti, di individuare aree della disciplina suscettibili di chiarimento o miglioramento (attraverso l'elaborazione di misure di livello 3, quali, ad esempio, *Q&A* o orientamenti, nonché in occasione di modifiche della normativa livello 1 e 2).

L'obiettivo principale di una CSA è favorire l'applicazione armonizzata in sede UE della regola di volta in volta in esame, attraverso la condivisione in ottica comparativa delle complessive risultanze che emergono nei diversi ordinamenti. A tal fine, la CSA si presta a facilitare lo scambio tra NCA in merito agli approcci operativi adottati in concreto per lo svolgimento delle indagini, nell'ottica di agevolare la convergenza delle prassi di vigilanza, ferme restando quelle differenze imprescindibili legate alle specificità dei mercati nazionali supervisionati.

183 In tale ambito, sono, in particolare, individuate le aree di focalizzazione dei controlli sulla regola oggetto della CSA, dettate le tempistiche (piuttosto stringente, tipicamente l'anno) per lo svolgimento dell'esercizio di vigilanza e definiti i *format* per la rendicontazione delle risultanze. Inoltre, al fine di massimizzare l'utilità della CSA, l'ESMA prevede dedicati momenti di confronto tra le NCA nel corso dell'esercizio, e anche nella fase successiva di condivisione delle evidenze trasversali.

184 Resta comunque fermo in capo alle singole Autorità nazionali il compito di condurre, nei confronti delle singole entità coinvolte negli ordinamenti domestici, le eventuali azioni di vigilanza ed *enforcement* ritenute opportune, in relazioni alle carenze o debolezze individuate nel corso delle indagini svolte (si veda, ad esempio, la precisazione in tal senso contenuta nel citato *Public Statement* sugli esiti della CSA sull'adeguatezza).

185 A tal fine, in data 1° febbraio 2021, l'ESMA ha pubblicato la notizia dell'avvio di una CSA focalizzata sull'applicazione dei requisiti della MiFID II in materia di governo dei prodotti, *cfr.* https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-common-supervisory-action-ncas-mifid-ii-product-governance-rules.

186 Per la rappresentazione delle informazioni generali sullo svolgimento della CSA in esame e dei relativi risultati, nei termini di seguito sintetizzati, si rinvia a ESMA, *Public Statement. ESMA presents the results of the 2021 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II product governance requirements*, ESMA-34-43-3137, 8 luglio 2022, reperibile

La metodologia di analisi della CSA sui requisiti di *product governanc*e, in linea con il *framework* adottato dall'ESMA per l'utilizzo di questo *tool*, è stata definita in coordinamento tra l'Autorità europea e le Autorità nazionali, in termini di *scope* e di tempistiche, al fine di verificare il grado di conformità alle disposizioni unionali in relazione a specifiche aree di approfondimento della disciplina.

Mediante la CSA sono state approfondite le modalità di determinazione della struttura di costo dei prodotti realizzati dai *manufacturer*, con particolare *focus* su: le misure adottate per assicurare che i costi previsti siano compatibili con le caratteristiche del *target market* e non incidano negativamente sulle aspettative in termini di rendimenti attesi; le logiche di identificazione e revisione periodica del *target market* e della strategia distributiva dei prodotti da parte sia dei produttori, che dei distributori; lo scambio informativo tra produttori e distributori, soffermandosi anche sulla frequenza di tali flussi[187].

In linea generale, le risultanze trasversali della CSA, nei termini sintetizzati dalla stessa Autorità europea nel citato *Public Statement* del luglio 2022, hanno evidenziato che gli operatori, a livello UE, normalmente definiscono il *target market* dei prodotti realizzati e/o distribuiti in coerenza con gli Orientamenti dell'ESMA sulla materia.

Tuttavia, sono emerse situazioni in cui il prevalere di un approccio 'formalistico' non consente di determinare il *target market* con un sufficiente livello di granularità, ovvero strategie distributive in grado di assicurare che il prodotto riesca a raggiungere il *target market* identificato a monte.

Inoltre, ad esito dell'esercizio comune di vigilanza, sono stati rilevati margini di miglioramento nella convergenza applicativa, soprattutto con riferimento ad alcuni aspetti della normativa, quali: l'utilizzo effettivo delle analisi di scenario ai fini dell'identificazione del *target market* del prodotto; l'adozione di processi efficaci per assicurare la compatibilità tra la struttura di costo del prodotto e le caratteristiche del *target market*; le logiche sottese alla fase di revisione dei prodotti, anche in termini di frequenza e ampiezza dei controlli, nell'ottica di assicurare la perdurante coerenza dei medesimi rispetto alle caratteristiche e i bisogni del *target market*; l'impostazione degli scambi informativi tra produttori e distributori, che dovrebbero garantire, tra l'altro, flussi 'di ritorno' regolari verso il *manufacturer* – e non soltanto in caso di richiesta da parte di questi ultimi.

all'indirizzo: esma35-43-3137_public_statement_on_2021_csa_on_product_governance_requirements.pdf (europa.eu).

Come per altre CSA poste in essere negli anni precedenti, gli operatori del campione sono stati selezionati in autonomia dalle singole NCA sulla base di criteri diversi, accomunati dall'obiettivo di individuare un *sample* 'significativo', per composizione e dimensione, rispetto alle finalità dell'esercizio, tenuto conto delle specificità dei rispettivi mercati domestici. Tra i parametri di selezione, quelli più tipicamente utilizzati, anche in combinazione, sono risultati: il numero dei clienti, la quota di mercato nei servizi d'investimento, il fatturato e le evidenze di azioni di vigilanza pregresse.

187 Per quel che riguarda l'approccio operativo utilizzato in concreto per lo svolgimento della CSA (*'desk-based' vs 'on-site'*), è emerso che, nonostante le sfide connesse al prolungarsi della pandemia da Covid-19, diverse NCA hanno optato per un approccio innovativo, accompagnando le verifiche *off-site* ad incontri da remoto con gli intermediari selezionati, nell'intento di 'testare a distanza' l'efficacia complessiva dei processi interni.

La naturale risposta alle divergenze applicative, così come emerse dalla CSA nelle aree sopra richiamate, è stata la revisione della prima versione degli Orientamenti ESMA in materia, risalente al 2017[188].

Nell'ottica di rafforzare ulteriormente l'efficacia di tali indicazioni aggiornate, la versione delle linee guida del 2023 è stata arricchita anche attraverso l'inclusione di alcune esemplificazioni pratiche di approcci 'virtuosi', riscontrati nell'implementazione dei requisiti di *product governance* da parte di taluni operatori ('*good practices*')[189].

2 L'applicazione della disciplina in alcuni Stati membri

Analizzata l'attività dell'ESMA, nei seguenti paragrafi il *focus* sarà incentrato sulla concreta applicazione delle disposizioni in materia di *product governance*, introdotte nella seconda versione del pacchetto MiFID in alcuni dei principali Stati membri, ovvero Germania, Francia e Olanda.

Nei tre Paesi di cui si offrirà un approfondimento, alcuni studi hanno evidenziato divergenze negli approcci da parte delle NCA per gli aspetti relativi alla correttezza ed alla trasparenza dei comportamenti; a parere di alcuni autori, tale evenienza sarebbe anche riconducibile alla circostanza secondo cui ogni Autorità ha affinato, nel corso del tempo, peculiari modalità di supervisione[190].

Nei Paesi oggetto di analisi, ancora numerose sono le attività di vigilanza poste in essere dalle *Authority* competenti con riferimento alla concreta applicazione delle previsioni della disciplina in materia di *product governance* – e risulta, altresì, avanzato l'approfondimento dottrinale.

Nei successivi paragrafi, per ciascuno dei tre Paesi oggetto di approfondimento, verrà offerto un breve inquadramento preliminare di carattere generale, riguardante le caratteristiche del sistema finanziario e l'impostazione del regolatore nazionale alla supervisione sui temi di *investor protection*, funzionale a meglio comprendere le modalità di recepimento nel quadro normativo interno delle disposizioni in materia

188 Come notato nel paragrafo 2.1 della Sezione I, gli esiti della CSA hanno costituito dei *driver* che hanno guidato i lavori di modifica e aggiornamento degli Orientamenti in materia di *product governance* risalenti al 2017. *Cfr.* ESMA, *Consultation Paper. Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3114, 8 luglio 2022.

189 Si tratta di esempi contenuti in un allegato alle linee guida che – così come l'altro *Annex* relativo ai *'case studies'* riferiti a possibili modalità di definizione del *target market* per talune tipologie di prodotti (già accluso agli Orientamenti del 2017, ma integrato con altri 'casi') – non costituiscono parte integrante delle *guideline* e, non essendo tradotte nelle lingue degli Stati membri dell'UE, non sono soggette al meccanismo di *'comply or explain'* da parte delle NCA. Resta ferma, in ogni caso, la valenza 'segnaletica' di tali *good practices*, che rappresentano quindi uno strumento importante per favorire l'armonizzazione delle prassi operative sulla materia a livello UE.

190 Svetiev Y. e Ottow A., *Financial Supervision in the Interstices Between Private and Public Law*, European Review of Contract Law, vol. 10, n. 4, 2014, p. 496.

Gli autori pervengono a tali conclusioni anche sulla base di risultanze di alcune interviste con i funzionari delle Autorità di vigilanza, incentrate sulle modalità di supervisione relativa alla distribuzione dei prodotti finanziari. Un interessante risultato è rappresentato dalle modalità attraverso cui le attività di vigilanza sono concretamente poste in essere: di frequente sono, difatti, realizzati interventi informali da cui non necessariamente traggono origine l'irrogazione di sanzioni e/o la constatazione di infrazioni. Oltre a ciò, sono state riscontrate divergenze nelle modalità attraverso cui sono formalizzati e resi pubblici gli interventi delle Autorità nei confronti dei soggetti vigilati.

di governo di prodotto introdotte dalla seconda versione della MiFID; verranno, poi, approfondite le modalità applicative della disciplina da parte delle singole Autorità competenti[191].

2.1 Germania

Il contesto generale

La Germania è una delle maggiori economie mondiali – e, di certo, la più rilevante dell'eurozona -, che si è contraddistinta nel corso degli ultimi decenni per una crescita sostenuta e sostenibile, abbinata ad una bassa disoccupazione[192]. Tratto caratterizzante del sistema finanziario tedesco è il ruolo cardine svolto dalle banche; più di recente, tuttavia, in linea con un *trend* che ha interessato diversi paesi avanzati, l'industria finanziaria sta progressivamente espandendosi, determinando una costante riduzione del peso del settore bancario[193].

L'evoluzione storica ha influenzato fortemente l'atteggiamento del legislatore tedesco rispetto sia al recepimento del diritto europeo nel diritto interno - a parere di alcuni autori, di tipo interventista –sia agli approcci di vigilanza adottati dalle Autorità preposte[194]. Al riguardo, la Germania ha adottato un modello di vigilanza che attribuisce all'Autorità federale di supervisione finanziaria (la Bundesanstalt für Finanzdiensleistungsunternehmen, di seguito anche 'Bafin')[195] ampie competenze per la supervisione dei mercati bancario, assicurativo e mobiliare, inclusa l'area della prestazione dei servizi di investimento[196].

L'orientamento adottato del legislatore e le peculiarità del sistema di supervisione dei mercati finanziari hanno, senza dubbio, inciso fortemente anche nel processo di recepimento della normativa europea in ambito finanziario e, per quanto qui rileva, della disciplina MiFID. In proposto, alcuni autori sostengono che nel recepimento

191 La ricostruzione delle attività di ricognizione, condotte dalla Autorità dei tre Paesi oggetto di approfondimento, è stata realizzata facendo riferimento alla documentazione (prevalentemente in lingua inglese) pubblicata nei relativi siti *web* istituzionali.

192 COMANA M., *op. cit.*, p. 162.

193 I dati di settore, aggiornati al 2023, mostrano chiaramente una progressiva contrazione del numero di istituti bancari operanti in Germania nel corso degli anni più recenti. Per maggiori dettagli, si vedano gli ultimi dati pubblicati nel maggio 2024 da Bafin, in BAFIN, *Annual report 2023*, 30 luglio 2024, pp. 39 e ss., reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node_en.html.

194 COMANA M., *cit.*, p. 163.

195 L'ultima revisione del sistema di supervisione dei mercati finanziari risale al 2002, attraverso il *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz* (Legge sulla supervisione dei servizi finanziari). Nel precedente regime, le competenze della Bafin erano attribuite a tre diverse Autorità: la Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred), la Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) e la Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen (BAV). Oggi Bundesbank e Bafin cooperano sulla base di specifici accordi, reperibili all'indirizzo: https://www.bafin.de/DE/DieBafin/AufgabenGeschichte/Bankenaufsicht/ZusammenarbeitBundesbank/zusammenarbeitbundesbank_node.html).

Per approfondimenti sul tema, si veda Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz) vom 22 April 2002, BGBl I, 1301, disponibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/EN/DieBafin/AufgabenGeschichte/aufgabengeschichte_node_en.html.

196 Tale previsione è contenuta nella §2, *Section* 6 della *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG).

del pacchetto MiFID hanno avuto il loro peso anche alcune peculiarità della realtà tedesca quali, principalmente, il buon livello di alfabetizzazione finanziaria[197].

La disciplina tedesca in materia di product governance

Tra le norme relative alla protezione degli investitori previste nella legislazione tedesca, le disposizioni afferenti alla disciplina in materia di *product governance* contenute nel pacchetto MiFID II sono state declinate in alcuni articoli del *Wertpapierhandelsgesetz* (di seguito anche 'WpHG'), poi ulteriormente dettagliate in alcune sezioni del *Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens-und-Organisationsverordnung* (di seguito anche 'WpDVerOV'), che costituiscono, rispettivamente, la disciplina primaria e secondaria[198].

Più esattamente, la disciplina primaria in materia di governo di prodotto è rappresentata dai commi 4 e 5 dell'art. 63 della WpHG[199] e da alcuni commi del successivo art. 80.

In particolare, il comma 9 dell'art. 80 del WpHG contiene le disposizioni generali che impongono ai produttori di garantire che gli strumenti siano *ab origine* progettati per soddisfare le esigenze del *target market* individuato[200], il comma 10 disciplina il processo di revisione dei prodotti[201], il comma 11 norma gli scambi di

197 A livello dottrinale, un approfondimento sul punto è offerto da BATSAIKHAN U. e DEMERTZIS M., *Financial literacy and inclusive growth in the European Union*, Bruegel Policy Contribution, No. 2018/08, Bruegel, Brussels, 2018, p. 6 e da ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *OECD/INFE international survey of adult financial literacy competencies*, OECD Publishing, Parigi, 2020, p. 21.

Nell'ambito di uno studio realizzato per una indagine OCSE, la Bafin nel 2020 aveva, peraltro, condotto degli approfondimenti relativi al livello di alfabetizzazione finanziaria dei cittadini tedeschi. Si veda BAFIN, *Annual report* 2020, 24 agosto 2021, pp. 110 e 111, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_jb_2020_en.html.

198 Per una ricostruzione più puntuale delle modalità di recepimento della disciplina MiFID I e II in Germania, si veda anche BAUM H. e YAMANAKA T., *Investment Services Regulation in Germany and Japan*, European Company and Financial Law Review, vol. 18, n. 3, 2021, p. 474 e ss. e WALLINGA M., *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Private Law*, Springer, Berlino, 2020, p. 116 e ss., reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1007/978-3-030-54001-2_4.

199 In dettaglio, il comma 4 dell'art. 63 impone agli intermediari che: i) i prodotti finanziari siano progettati per soddisfare le esigenze di un mercato target - identificato ai sensi del c. 9 dell'art. 80, ii) la strategia di distribuzione dei prodotti finanziari sia compatibile con il mercato di riferimento individuato e iii) siano adottate misure ragionevoli per garantire che il prodotto finanziario sia distribuito al mercato di riferimento individuato.

Il comma 5 prevede, invece, che l'intermediario debba: i) comprendere i prodotti finanziari che offre o raccomanda, ii) valutare la compatibilità dei prodotti finanziari con le esigenze dei clienti ai quali fornisce i servizi di investimento, anche tenuto conto del mercato di riferimento individuato - di cui al successivo comma 9 dell'articolo 80 -, e iii) assicurare che i prodotti finanziari siano offerti o consigliati solo se nell'interesse del cliente.

200 Tale comma prevede, difatti, che i produttori debbano mantenere, gestire e rivedere il processo di approvazione di ciascun prodotto finanziario e provvedere all'adeguamento di prodotti finanziari già esistenti, prima della commercializzazione o distribuzione ai clienti. Inoltre, il processo in parola deve assicurare che per ciascun prodotto finanziario sia definito un *target market* e che, a tal fine, vengano adeguatamente valutati i potenziali rischi rilevanti per il mercato di riferimento; il processo deve, poi, garantire che la strategia di distribuzione sia coerente con il mercato di riferimento individuato.

201 In maggiore dettaglio, il comma 10 prevede che un'impresa di investimento debba rivedere periodicamente i prodotti finanziari che offre o commercializza, tenendo conto di ogni evento che potrebbe incidere materialmente sul rischio potenziale per il mercato di riferimento. A tal fine, le imprese di investimento devono valutare se il prodotto finanziario sia coerente con il mercato di riferimento individuato e, ulteriormente, se la strategia distributiva precedentemente impostata continui ad essere adeguata.

informazione tra produttori e distributori[202], il comma 12 fa riferimento alle regole di condotta che gli intermediari distributori sono tenuti ad applicare al *point of sale* (oltre alle regole di governo dei prodotti introdotte a monte)[203], mentre il comma 13 richiede l'adozione di procedure interne idonee e aggiornate per la fase di approvazione dei prodotti[204]. In ultimo, il comma 13-bis disciplina le esenzioni dall'applicazione delle regole di *product governance* per i produttori e distributori[205], mentre il comma 14 specifica il ruolo svolto dal Ministero federale delle finanze e le deleghe alla Bafin[206].

Relativamente alla disciplina secondaria, le disposizioni di carattere generale, contenute nei citati commi dell'articolo 80 del WpHG, sono dettagliate nella sezione 11 del WpDVerOV, in larga parte dedicata ai produttori, che si compone complessivamente di 15 commi, e nella sezione 12 del WpDVerOV, articolata in 12 commi, che disciplina le modalità di c.d. 'approvazione del prodotto' da parte dei distributori, accezione utilizzata per individuare i processi tesi all'individuazione dei prodotti e servizi da includere nella gamma d'offerta.

La tematica della *product governance* è, inoltre, ulteriormente affrontata dalla Bafin nella circolare 05/2018 (WA). Tale circolare rappresenta un vero e proprio *vademecum*, per le imprese di investimento operanti in Germania, sull'applicazione della disciplina in ambito finanziario e, dunque, anche delle norme in materia di governo di prodotto[207].

202 Al riguardo, il citato comma prevede che i produttori debbano mettere a disposizione dei distributori tutte le informazioni sul prodotto finanziario e sul processo di approvazione del prodotto ai sensi del comma 9. Ove l'impresa di investimento distribuisca o raccomandi prodotti finanziari dei quali non è anche produttore, al fine di comprenderne a pieno le caratteristiche e definire il mercato di riferimento, deve essere messa in condizione di disporre di informazioni adeguate da parte del produttore.

203 In proposito, è prescritto che un distributore che intenda offrire o raccomandare prodotti finanziari e commercializzi prodotti da altra impresa di investimento, debba disporre di processi adeguati e, al contempo, adottare misure volte a garantire il rispetto della disciplina in materia - compresi gli obblighi in materia di regole di condotta, di informativa, di incentivi e di corretta gestione dei conflitti di interesse. L'impresa di investimento deve, inoltre, prestare la dovuta attenzione qualora intenda offrire o raccomandare un nuovo prodotto finanziario in qualità di distributore, o nel caso di variazione dei servizi che intenda offrire o raccomandare, sempre in qualità di distributore.

204 Ai sensi di tale comma, l'impresa di investimento è tenuta a i) rivedere periodicamente il processo di approvazione dei prodotti, al fine di garantire che questi ultimi siano resilienti e appropriati, e ii) adottare le misure opportune per attuare le modifiche necessarie. L'impresa deve, inoltre, garantire che la funzione di *compliance* monitori lo sviluppo e la revisione periodica delle modalità di approvazione del prodotto e identifichi, in una fase, iniziali eventuali rischi relativi al processo di monitoraggio.

205 In particolare, gli obblighi contenuti nei paragrafi da 9 a 12 non si applicano nel caso di prestazione di servizi d'investimento che abbiamo ad oggetto obbligazioni con una clausola *make-whole*, o se gli strumenti finanziari sono destinati esclusivamente a controparti qualificate.

206 In proposito, il Ministero federale delle finanze tedesco, con ordinanza che non richiede l'approvazione del Bundesrat, può adottare disposizioni più dettagliate in merito all'applicazione del Regolamento delegato (UE) 2017/565 e al recepimento della Direttiva delegata della Commissione (UE) 2017/593 del 7 aprile 2016 che integra la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio con riferimento, tra l'altro, agli obblighi in materia di *product governance*. In ogni caso, è previsto che il Ministero federale delle finanze possa delegare tale competenza alla Bafin.

207 Si fa qui riferimento al paragrafo BT 5 (pp. 47 e ss.) della *Circular* 05/2018 (WA) – *Minimum Requirements for the Compliance Function and Additional Requirements Governing Rules of Conduct, Organisation and Transparency – MaComp -,* 19 aprile 2018, modificata il 29 aprile 2020, Ref. no. WA 31 – Wp 2002 – 2017/0011. Per ulteriori approfondimenti sul punto, si veda anche BAFIN, *Product Governance: The responsible handling of financial products in manufacturing and distribution is designed to protect clients*, 8 novembre 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2018/fa_bj_1810_product_governance_en.html.

Oltre a ciò, la Bafin ha realizzato delle *Q&A*, oggetto di aggiornamento periodico, relative ad aspetti interpretativi della disciplina in materia di *product governance*, volte a chiarire specifici aspetti applicativi a favore dei soggetti vigilati[208].

In merito agli aspetti applicativi, la Bafin, per quanto di propria specifica competenza, ha reso noto di aver dato piena attuazione agli Orientamenti ESMA35-43-3448 del 2023 in tema di *product governance*[209].

Le attività poste in essere dalla Bafin[210]

Preliminarmente, per meglio inquadrare il contesto di riferimento, è da segnalare che, in sede di applicazione degli obblighi discendenti dalla disciplina in materia di *governance* del prodotto, gli intermediari attivi in Germania possono altresì avvalersi di alcuni 'strumenti operativi' sviluppati su iniziativa del mercato, che, tuttavia, non rientrano nell'ambito di competenza diretta dell'Autorità tedesca[211].

In aggiunta al *template* EMT - realizzato, come descritto nella Sezione I, a livello europeo, dal consorzio Findatex per lo scambio di dati tra produttore e distributore -, in Germania il Comitato dell'industria bancaria tedesca (GBIC), la *German Investment Funds Association* (BVI) e la *Deutsche Derivate Verband* (Associazione tedesca dei derivati – DDV) hanno, difatti, predisposto già a partire dal 2017 un ulteriore specifico *standard*, finalizzato anch'esso a semplificare: i) il processo di identificazione del mercato di riferimento posto in essere dai produttori; ii) i processi di definizione del mercato di riferimento e di 'abbinamento' del cliente al mercato di riferimento, di competenza dei distributori.

208 Le *Q&A* forniscono alle imprese di investimento operanti in Germania un'utile indicazione su aspetti specifici della disciplina, con l'obiettivo di rafforzare la protezione dei consumatori. BAFIN, *FAQ zu MiFID II-Wohlverhaltensregeln nach §§ 63 ff. WpHG*, vers. al 21 novembre 2022 reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_040518_faq_mifid2_wohlverhaltensregeln.html?nn=8813520#doc10849298bodyText5. In proposito, come sarà meglio chiarito nel prosieguo, nel corso del 2021 Bafin, nell'ambito di una CSA realizzata dall'ESMA, ha condotto un'indagine su 14 operatori di mercato volta ad accertare, tra l'altro, lo stato applicativo delle *Q&A*. Per maggiori dettagli, si veda BAFIN, *Product governance: a lack of precision*, 30 novembre 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2022/fa_bj_2210_Product_Governance_en.html.

209 Si veda https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Anlage/dl_Produktueberwachungsanforderungen.html;jsessionid=CD8E31E455C6B84DF7158F7FC296F982.internet942?nn=19659504.

210 La ricostruzione riportata di seguito è stata condotta facendo riferimento alla documentazione, in prevalenza in lingua inglese, disponibile nel sito *web* istituzionale della Bafin.

211 La Bafin, in ogni caso, ha accolto espressamente con favore l'istituzione dello *standard* di seguito descritto, chiedendo agli operatori di svilupparlo ulteriormente. Al riguardo, i soggetti promotori dell'iniziativa si sono in effetti impegnati a valorizzare i risultati dell'indagine condotta dalla Bafin nel 2020 per migliorare e chiarire ulteriormente la comprensione dei criteri per l'identificazione del *target market*.

Per ulteriori dettagli, si veda BAFIN, *Finding the right client*, 8 dicembre 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2020/fa_bj_2011_Marktuntersuchung_Zertifikate_en.html;jsessionid=CDD97A542ED1D513AA00730EAD873EC7.2_cid501?nn=8813520.

Il formato è stato sviluppato anche per favorire la comunicazione tra produttori e distributori nonché per integrare le informazioni sul mercato *target* nel database di *WM Datenservic*e, utilizzato da diverse imprese operanti in Germania[212].

Andando poi nel merito dell'argomento oggetto del presente paragrafo, si evidenzia che la Bafin ha condotto diverse attività volte a verificare lo stato di attuazione della disciplina in materia di *product governanc*e introdotta dalla seconda versione della MiFID.

Da una prima ricognizione svolta già nel 2019, è emerso un quadro eterogeneo[213]: da un lato, le prescrizioni introdotte dalla MiFID II sono risultate applicate dagli operatori di mercato ai fini dell'identificazione del *target market*; dall'altro lato, è stata riscontrata la necessità di migliorare gli approcci adottati dagli intermediari per determinare il mercato di riferimento in relazione ad alcune delle 'categorie' previste dagli Orientamenti dell'ESMA[214].

Per alcuni prodotti, poi, la Bafin ha evidenziato che sarebbe stato auspicabile un più elevato livello di differenziazione, al fine di una migliore valorizzazione delle specifiche caratteristiche dei medesimi. Soprattutto, relativamente ai prodotti particolarmente rischiosi, complessi o illiquidi, non sono stati riscontrati presidi più stringenti da parte dei produttori e distributori, sebbene ciò sia esplicitamente previsto dalla disciplina di riferimento.

Oltre a ciò, è emerso solo in un numero esiguo di produttori l'identificazione di un mercato di riferimento negativo per i propri prodotti.

Infine, l'indagine ha evidenziato alcuni specifici profili applicativi connessi al livello dimensionale degli operatori interessati: gli istituti più piccoli hanno mostrato delle difficoltà nel soddisfare i requisiti normativi più complessi ed estesi; gli intermediari più grandi hanno, invece, incontrato delle problematiche nella fase di integrazione dei nuovi processi nel quadro già in essere[215].

212 In proposito, la Bafin ha chiarito che il menzionato *standard* rappresenta un requisito minimo, che necessita di ulteriori affinamenti; la relativa adozione, difatti, non determina automaticamente da parte dell'impresa di investimento il rispetto degli obblighi normativi.

In base al principio di proporzionalità, gli obblighi di *governance* del prodotto prevedono una graduazione in ragione di determinate caratteristiche del prodotto, come, ad esempio, nel caso di elevati livelli di rischiosità, complessità e illiquidità. È dunque fondamentale che i distributori verifichino criticamente il *target market* comunicato dai produttori. Per ulteriori dettagli, si veda BAFIN, *Finding the right client*, 8 dicembre 2020.

213 Per maggiori dettagli, si veda BAFIN, *Progress in the area of product governance*, 1 aprile 2019, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1902_Product_Governance_en.html.

214 Ad esempio, l'obiettivo di investimento «accumulo o ottimizzazione del patrimonio» è risultato indicato con elevata frequenza, sebbene siano disponibili anche altri obiettivi (quale, ad esempio, la previsione di accantonamenti per il pensionamento). Per maggiori dettagli, si veda BAFIN, *Progress in the area of product governance*, 1 aprile 2019.

215 Per maggiori dettagli, si veda BAFIN, *Progress in the area of product governance*, 1 aprile 2019.

Nel secondo trimestre del 2020, la Bafin ha, inoltre, condotto un'indagine volta ad appurare lo stato applicativo della disciplina in riferimento alla distribuzione di titoli strutturati[216].

L'indagine ha rilevato, per quasi due terzi dei distributori coinvolti, l'utilizzo del mercato *target*, nei termini comunicati dai produttori, senza apportare modifiche[217]. Sul punto, la Bafin ha evidenziato che la corretta identificazione del *target market* è fondamentale, dato che, se questo risultasse eccessivamente ampio, potrebbe accrescersi il rischio che vengano proposti agli investitori prodotti strutturati non pienamente in linea con le esigenze degli stessi.

Per quanto specificamente concerne i produttori, l'Autorità ha riscontrato il rispetto degli *standard* minimi, che tuttavia in alcuni casi non sono risultati idonei per la mancanza applicazione di maggiori presidi, ritenuti necessari in ragione della natura dei prodotti trattati[218].

Nel complesso, l'Autorità tedesca ha concluso che le imprese di investimento operanti in Germania hanno raggiunto un elevato grado di standardizzazione nei processi di governo di prodotto, ma ha colto l'occasione per richiamare l'attenzione dei distributori - non solo dei 40 soggetti rientranti nell'indagine - sul rispetto degli obblighi imposti dalla disciplina di riferimento, chiarendo che, benché produttori e distributori debbano far riferimento ai medesimi *standard*, i distributori non sono in alcun modo esentati da ulteriori doveri di *due diligence*.

Nel corso del 2021, nell'ambito della *Common Supervisory Action*, realizzata dall'ESMA e incentrata sulle modalità applicative della disciplina in materia di *product governance*[219], la Bafin ha condotto una nuova attività ricognitiva che ha interessato 14 imprese di investimento operanti in Germania (di cui due produttori, sette distributori e cinque operatori sia produttore che distributore), anche nell'ottica di verificare le evoluzioni rispetto alle carenze riscontrate in occasione delle iniziative precedentemente realizzate[220].

Ad esito dell'indagine, la Bafin ha riscontrato che sussistono ancora margini di miglioramento nell'identificazione del mercato di riferimento e nell'applicazione del

216 A tal fine, la Bafin ha coinvolto 40 distributori, di cui 10 casse di risparmio, 10 banche cooperative e 20 banche private ed estere; il periodo di osservazione è stato l'anno 2019 ed il primo trimestre del 2020. Per maggiori dettagli, si veda BAFIN, *Finding the right client*, 8 dicembre 2020.

217 Per il 35% dei distributori che hanno apportato cambiamenti al *target market* comunicato dal produttore, si è riscontrato un restringimento del *target market* o comunque la modifica delle indicazioni del produttore, ove ritenute non compatibili. Per maggiori dettagli, si veda BAFIN, *Finding the right client*, 8 dicembre 2020.

218 In merito, la Bafin ha riscontrato che, nel caso di prodotti ad elevata complessità, alcuni produttori hanno incluso nel *target market* anche clienti con conoscenze di base ed esperienza limitata. In altri casi, poi, i produttori hanno utilizzato criteri simili per prodotti molto diversi, ad esempio individuando mercati target analoghi per titoli strutturati molto diversi tra loro per livelli di complessità e rischio. In altri ancora sono stati definiti *target market* differenti, pur in presenza di prodotti simili. Per ulteriori approfondimenti sul punto, si veda BAFIN, *Finding the right client*, 8 dicembre 2020.

219 Per i risultati della CSA condotta dall'ESMA, si veda ESMA, *Public Statement. ESMA presents the result of the 2021 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3137, 8 luglio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3137_public_statement_on_2021_csa_on_product_governance_requirements.pdf.

220 Per ulteriori dettagli, si veda BAFIN, *Product governance: a lack of precision*, 1 aprile 2022.

principio di proporzionalità, in quanto né i produttori né i distributori risultano aver soddisfatto sempre, e in maniera adeguata, gli obblighi della disciplina inerenti a tali aspetti[221].

Nell'ambito delle attività svolte, l'Autorità tedesca ha peraltro riscontrato che alcuni produttori non hanno tenuto conto del livello di complessità del prodotto per identificare correttamente il mercato di riferimento[222]; relativamente alla determinazione della struttura dei costi, l'indagine ha inoltre evidenziato che tre produttori (sui sette complessivi), individuano solo il livello massimo di costi, non essendo quindi in grado di differenziare la clientela *target*, in sede di *design* del prodotto, in termini di costi e commissioni[223].

Per quanto concerne i distributori, l'indagine ha, poi, mostrato che 4 distributori (sui 12 complessivamente esaminati) hanno utilizzato il mercato di riferimento comunicato dal produttore senza realizzare un'analisi critica volta a identificare il mercato di riferimento effettivo[224].

Relativamente al principio di proporzionalità nell'attività di identificazione del mercato di riferimento, è stato poi riscontrato che solo tre distributori (dei 12 coinvolti) hanno identificato il mercato *target* per i prodotti finanziari più complessi, con livello di dettaglio corrispondente alle aspettative dell'Autorità.

Nell'insieme, i risultati dell'indagine condotta hanno, dunque, mostrato che tanto i produttori quanto i distributori oggetto della *review* non sempre risultano pienamente conformi alla disciplina di riferimento[225].

In ultimo, nel corso del 2023, l'Autorità tedesca, con riferimento alle modalità applicative della disciplina in materia di *product governanc*e, ha attenzionato gli investimenti indiretti in 'fondi *alternative* speciali' (special AIFs). Si tratta di strumenti che, in ragione della loro complessità e dei rischi elevati, sono destinati esclusivamente a investitori professionali e semi-professionali. Tuttavia, a seguito di alcune verifiche, è stato appurato che tali fondi risultano essere stati collocati anche ai piccoli investitori attraverso strumenti strutturati, esponendo, per tale via, gli investitori a rischi elevati e a scarsa trasparenza. La Bafin, in una comunicazione del dicembre 2023, ha pertanto

221 In proposito, Bafin ha riscontrato che alcuni produttori non hanno identificato correttamente il mercato di riferimento per i prodotti realizzati, né hanno adattato la struttura dei costi e delle commissioni di un prodotto alle esigenze dei potenziali investitori. *Ibidem*.

222 Le motivazioni addotte sono diverse: due produttori su sette hanno identificato il mercato di riferimento per tutti i loro prodotti finanziari senza prevedere differenziazioni; altri tre, sebbene abbiano previsto delle distinzioni nell'identificazione del *target group* potenziale, non hanno poi fatto riferimento al criterio della complessità del prodotto. *Ibidem*.

223 *Ibidem*.

224 Tale risultato conferma, dunque, quanto già rilevato nell'indagine, condotta da Bafin nel 2020, avente ad oggetto la distribuzione di prodotti strutturati *(cfr.* sopra): già in tale occasione era stato difatti riscontrato che la maggior parte dei distributori accettava acriticamente il mercato di riferimento individuato dal produttore, senza apportare alcuna variazione. *Ibidem*.

225 Tali evidenze sono sinteticamente rappresentate anche nell'*Annual Report* relativo al 2021, nel cui ambito la Bafin ha reso noto, con riferimento alla tematica della *product governance*, che le indagini condotte nel 2021 hanno continuato a evidenziare carenze a livello di settore, in particolare per quanto riguarda l'identificazione del mercato *target*. Per ulteriori dettagli BAFIN, *Annual report* 2021, maggio 2022, p. 27, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node_en.html.

ribadito che per contrastare questa pratica e bloccare la commercializzazione di tali prodotti ai piccoli investitori, in casi estremi, si riserva anche di ricorrere ai poteri di *product intervention* previsti dal MiFIR e della disciplina tedesca[226].

Nel complesso, con riferimento alla realtà tedesca, è senz'altro da condividere l'opinione di chi ritiene che il legislatore abbia recepito in maniera rigorosa la seconda versione della MiFID nel quadro nazionale[227]. Inoltre, il contenuto del paragrafo BT 5 della Circolare 05/2018, le *Q&A* realizzate dall'Autorità tedesca, nonché le diverse indagini condotte sullo stato applicativo della normativa in Germania, mettono chiaramente in luce che alla disciplina relativa al governo di prodotto è assegnato un ruolo chiave ai fini del perseguimento dell'obiettivo di tutela della clientela, specie se *retail*.

Pur tuttavia, le risultanze delle indagini condotte dall'Autorità tedesca nel corso degli anni più recenti hanno ulteriormente evidenziato che deve ancora essere conseguita l'applicazione piena delle norme in materia di governo di prodotto, dato che, in diversi casi, è stato riscontrato che i soggetti vigilati non hanno sempre adempiuto fedelmente alle previsioni contenute nella disciplina.

2.2 Francia

Il contesto generale

In ambito europeo, la Francia è uno dei motori economici dell'intera Unione insieme alla vicina Germania. Il Paese si caratterizza per un'articolata evoluzione della regolamentazione in ambito finanziario. La spinta all'innovazione dell'approccio normativo è stata particolarmente accentuata nel corso degli anni più recenti: successivamente all'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, la Francia si è, difatti, posta l'obiettivo di divenire il punto di riferimento in materia di regolamentazione. Ciò anche per attrarre i conglomerati in fuga dal Regno Unito, che, sino alla *Brexit*, ha rappresentato il principale centro finanziario dell'Unione[228].

Il processo di rinnovamento della legislazione francese in materia finanziaria parte da lontano, ed ha interessato anche il modello di vigilanza, con l'obiettivo di migliorare, attraverso un processo di semplificazione, l'efficacia dell'azione dei regolatori[229]. L'attuale impalcatura di vigilanza francese è del tipo '*twin peaks*': la Banque de

226 BAFIN, *Indirect investments in special funds: BaFin has investor protection concerns about product designs that circumvent requirements*, 15 dicembre 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2023/fa_bj_2311_Spezial_AIF_en.html.

227 Così COMANA M., *op. cit.*, p. 167.

228 COMANA M., *op. cit.*, pp. 175 e 179.

229 In proposito, risulta di particolare rilievo la riforma posta in essere nel 2003, che, a seguito della fusione tra i regolatori preesistenti, ha dato origine all'Autorité des Marchés Financiers, Autorità competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori del mercato finanziario francese. Per maggiori dettagli, si veda AMF, *Rapport annuel* 2003, 11 maggio 2004, reperibile all'indirizzo: amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapport_annuel/rapport_annuel_amf/Rapport%20annuel%20AMF%202003%20-%20Preambule.pdf, p. 5.

France è competente per la stabilità sistemica, mentre l'Autorité des Marchés Financiers (di seguito anche 'AMF') è competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti[230].

Il quadro testé rappresentato ha senz'altro inciso sulle evoluzioni dell'ordinamento francese a seguito delle innovazioni normative connesse al recepimento delle disposizioni contenute nella disciplina eurounitaria, e, per quanto qui rileva, della seconda versione della MiFID.

Sul punto, è indubbio che il processo di recepimento della MiFID II ha anche risentito dei timori dei regolatori in ordine alla contingenza dei mercati finanziari e, più in generale, dell'economia francese[231].

A parere di alcuni autori, tali fattori hanno anche condizionato il processo di implementazione della MiFID II, che, come anticipato, si è collocato a metà strada tra l'approccio *hard* tedesco e quello *soft* spagnolo: non vi è stata né l'adozione di una posizione oltremodo interventista né, dall'altro lato, un semplice e sistematico *copy-out* delle disposizioni contenute nel Pacchetto MiFID[232].

Le scelte operate in ordine alle modalità applicative della disciplina europea, poi, sono state anche influenzate dal buon livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione francese[233].

Più in generale, la Francia rappresenta un caso unico tra le maggiori economie dell'UE, caratterizzata da una coerenza intrinseca tra i comportamenti degli investitori, la struttura dell'industria e la peculiare posizione dei regolatori[234].

230 Le competenze dei due regolatori sono disciplinate dal *Code Monetaire* e sono individuate, per la *Banque de France* nell'art. 141-1, e per l'AMF nell'art. 621-1.

Per approfondimenti sul punto, si veda anche, AMF, *Rapport annuel 2003*, 11 maggio 2004, p. 5.

231 Nella fase di recepimento della MiFID II, il quadro economico in Francia non presentava particolari divergenze rispetto alla realtà della vicina Germania; pur tuttavia, la Francia registrava ritmi di crescita inferiori, mentre il contesto economico era complessivamente connotato da differenti rischi di mercato. Per una più attenta analisi sul tema, si veda BANQUE DE FRANCE, *Annual report 2017*, 22 giugno 2018, reperibile all'indirizzo: https://publications.banque-france.fr/en/2017-2.

232 Il recepimento del pacchetto MiFID II in Francia sarebbe, quindi, il frutto di una combinazione, da un lato, dell'interventismo del legislatore francese nell'economia - derivante da una storica visione 'statalista' dell'economia - e, dall'altro, dall'atteggiamento *business-friendly* sviluppato più di recente a seguito della *Brexit*.

A parere di COMANA M., *op. cit.*, p. 179, nel sistema finanziario francese la rilevanza dell'*investment banking* è stata uno dei motivi per cui l'implementazione del Pacchetto MiFID è stata realizzata secondo un approccio 'neutrale', tentando di contemperare le diverse esigenze dei soggetti interessati - ovvero distributori, *regulator* compenti della stabilità sistemica, investitori ed emittenti/produttori.

233 La principale forma di tutela dell'investitore *retail* è, difatti, rappresentata proprio da un adeguato livello di conoscenze delle dinamiche in ambito finanziario. FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *cit.*, p. 4.

In merito, alcuni studi evidenziano che la popolazione francese, sotto il profilo finanziario, è tra le più alfabetizzate in Europa; è comunque da rilevare che il livello medio di alfabetizzazione finanziaria in Europa non è alto. Per ulteriori approfondimenti sul tema si veda ARRONDE L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., *ET AL., Financial Literacy in Western Europe*, Working Paper n° 2021 – 37, Paris School of Economics, Parigi, 2020, reperibile all'indirizzo: https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-03243830/document e ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *op. cit.*, p. 21.

234 Così COMANA M., *op. cit.*, p. 177.

La disciplina francese in materia di product governance

L'implementazione del pacchetto MiFID in Francia è stata posta in essere attraverso l'introduzione di modifiche nella disciplina primaria - il Codice Monetario e Finanziario[235] (di seguito anche 'COMOFI') - e secondaria - il Regolamento Generale (di seguito anche 'RG') emanato dall'AMF[236].

In fase di recepimento della seconda versione della MiFID, l'Autorité des Marchés Financiers ha realizzato un articolato processo di consultazione con l'industria, che ha recato novità sostanziali anche al libro III del RG[237], in cui sono tra l'altro contenute le disposizioni in materia di *product governance*[238].

Più in dettaglio, la disciplina primaria è rappresentata dall'art. 533-24 del COMOFI, che enuclea gli obblighi in capo ai produttori[239], dall'art. 533-24-1, inerente alle previsioni per i distributori[240], e dall'art. 533-24-1-1 che disciplina le esenzioni dall'applicazione degli obblighi di *product governance*[241].

235 Il Pacchetto MiFID II è stato recepito nella legislazione francese attraverso l'*Ordonnance* n° 2016-827 del 23 giugno 2016, che ha introdotto notevoli modifiche al Codice monetario e finanziario.

236 Per una analitica ricostruzione delle evoluzioni che la disciplina primaria e secondaria francese hanno registrato a seguito del recepimento della MiFID II, si veda LAURENT R., *Prestataires de services d'investissement, responsabilité civile, Ordres de bourse*, Dictionnaire Bourse et produits financiers, Joly Éditions, Issy-les-Moulineaux, 2018, p. 16 e ss.

237 In proposito, il Libro III è stato oggetto di una profonda revisione: molte disposizioni ivi contenute sono state difatti superate da norme UE direttamente applicabili – ad esempio il Regolamento delegato della Commissione n. 2017/565 del 25 aprile 2016 -, o dovevano essere aggiornate alla nuova versione della MiFID. COMANA M., *op. cit.*, pp. 177 e 178.

238 A parere di COMANA M., *op. cit.*, p. 177, la posizione protettiva dell'AMF nei confronti dei soggetti vigilati francesi si è manifestata anche in fase di applicazione delle innovazioni normative introdotte.

239 L'art. 533-24 prevede, in particolare, che le imprese di servizi di investimento - diverse dalle società di gestione del risparmio - che progettano prodotti finanziari per la vendita ai clienti sono tenute a: 1) mantenere, applicare e rivedere un processo di convalida per ciascun prodotto finanziario e prevedere adattamenti significativi dei prodotti esistenti prima che questi vengano commercializzati o distribuiti ai clienti; il processo di convalida è finalizzato all'individuazione per ciascun prodotto sia di un mercato *target* sia dei relativi rischi rilevanti; 2) garantire che i prodotti finanziari siano progettati in conformità con il processo di convalida menzionato al punto 1, e che la strategia di distribuzione di tali prodotti sia compatibile con il mercato di riferimento definito; 3) mettere a disposizione di qualsiasi distributore tutte le informazioni utili sui prodotti finanziari e sul loro processo di convalida, incluso il mercato di riferimento definito; 4) adottare misure ragionevoli per garantire che i prodotti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato. Il testo dell'articolo è disponibile all'indirizzo: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGISCTA000035043253.

240 Tale articolo prevede che le imprese di servizi di investimento - diverse dalle società di gestione del risparmio - che offrono, raccomandano o commercializzano prodotti finanziari, debbano: 1) assicurare la piena comprensione delle caratteristiche dei prodotti finanziari, valutandone la compatibilità con il *target market*; 2) garantire che i prodotti finanziari siano offerti o raccomandati solo nell'interesse del cliente; 3) esaminare regolarmente tali prodotti finanziari, tenendo conto di ogni evento che possa incidere in modo significativo su ogni potenziale rischio per il mercato di riferimento, al fine di verificare se tali prodotti continuino a rispondere alle esigenze del mercato di riferimento definito e se la strategia di distribuzione continui ad essere appropriata; 4) adottare sistemi adeguati per ottenere le informazioni dai produttori, e per comprendere le caratteristiche e identificare il mercato di riferimento per ciascun prodotto finanziario. Il testo dell'articolo è disponibile all'indirizzo: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGISCTA000035043253.

241 Ai sensi di tale articolo, le imprese di investimento - diverse dalle società di gestione di portafoglio - che progettano prodotti finanziari destinati alla vendita ai clienti e i prestatori di servizi di investimento che offrono, raccomandano o commercializzano prodotti finanziari non sono soggetti agli obblighi di cui all'art. 533-24 e ai cc. 1 e 3 dell'art. 533-24-1, ove il servizio di investimento da essi prestato abbia ad oggetto obbligazioni che non incorporino uno strumento derivato - diverso da una clausola di rimborso con indennità di rimborso anticipato - o quando i prodotti finanziari siano commercializzati esclusivamente a controparti qualificate o distribuiti esclusivamente a controparti qualificate.

Il testo dell'articolo chiarisce che, per clausola di rimborso con indennità di rimborso anticipato, si intende qualsiasi clausola in base alla quale l'emittente di un'obbligazione è tenuto, in caso di rimborso anticipato, a corrispondere al

La disciplina secondaria è, invece, delineata dagli articoli da 313-1 a 313-27 del RG. Più in dettaglio, gli artt. da 313-3 a 313-17 comprendono le disposizioni relative ai produttori, mentre le previsioni inerenti ai distributori sono contenute negli articoli da 313-18 a 313-27[242].

Più specificamente, le previsioni attinenti alla definizione e al monitoraggio del *target market* sono dettagliate negli articoli 313-18, 19 e 22 del RG[243].

Gli aspetti riguardanti la definizione ed il monitoraggio della strategia di distribuzione si rinvengono nell'art. 313-22 del RG, relativo al riesame degli strumenti finanziari proposti dal distributore – volto a garantire che il mercato di riferimento e la strategia di distribuzione rimangano appropriati - e, se necessario, all'aggiornamento del sistema di *product governance*[244].

Le vendite al di fuori del *target market* di riferimento, sono, infine, normate dall'articolo 313-19 del RG, che si riferisce, in particolare, all'identificazione dei clienti con esigenze e caratteristiche non compatibili con lo strumento finanziario.

In merito agli aspetti applicativi, l'AMF, per quanto di propria specifica competenza, ha reso noto di aver dato piena attuazione agli Orientamenti ESMA35-43-3448 del 2023 in tema di *product governance*[245].

portatore dell'obbligazione un importo pari alla somma del valore netto attuale dei restanti pagamenti cedolari previsti fino alla data di scadenza e dell'importo capitale dell'obbligazione da rimborsare.

Il testo di tale articolo, da ultimo novellato dall'art. 12 dell'*ord.* n. 2021-1652 del 15 dicembre 2021, è entrato in vigore in data 28 febbraio 2022 (ai sensi dell'art. 16 della citata ordinanza).

Il testo è disponibile all'indirizzo: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/id/LEGISCTA000035043253.

242 Il testo del Regolamento Generale in vigore al 2 novembre 2024 è disponibile al seguente indirizzo https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/pdf/74399/fr/RG-en-vigueur-au-20241102.pdf?1733737403. Per ulteriori approfondimenti sul punto, si veda anche AMF, *Summary of SPOT inspections on governance of financial instruments*, 19 ottobre 2021, pp. 7 e 8, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/spot-inspection-campaigns/summary-spot-inspections-governance-financial-instruments

243 Più in particolare:

- L'art. 313-18 è relativo all'obbligo, per i soggetti vigilati, di tenere conto della natura del prodotto finanziario per definire la famiglia di prodotti finanziari che si intende offrire o raccomandare ai propri clienti, e per definire un *target market* per ciascun prodotto finanziario;
- L'art. 313-19 riguarda il flusso informativo dal produttore e l'utilizzo delle informazioni ottenute per definire il mercato di riferimento;
- L'art. 313-22 è inerente al riesame dei prodotti finanziari proposti dal distributore per assicurare che il *target market* e la strategia di distribuzione rimangano adeguati e, se necessario, per aggiornare il sistema di *governance* dei prodotti.

Una disamina della tematica è offerta da Fluet C., *La protection du consommateur de produits financiers: quel rôle pour les recours en réparation d'un préjudice?*, Revue d'économie financière, 2018, vol. 1, n. 129, p. 181, reperibile all'indirizzo : DOI 10.3917/ecofi.129.0177. Per ulteriori approfondimenti, si veda anche AMF, *Summary of SPOT inspections on governance of financial instruments*, 19 ottobre 2021, p. 8.

244 *Cfr.* anche AMF, *Summary of SPOT inspections on governance of financial instruments*, 19 ottobre 2021, pp. 8 e 9.

245 Nell'aggiornamento alla Position DOC-2018-04 – AMF, *Guidelines on MIFID II product governance requirements*, 2023, reperibile all'indirizzo https://www.amf-france.org/en/regulation/policy/doc-2018-04?1716767173, l'Autorità francese ha difatti reso noto di aver dato piena applicazione ad ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023.

Le attività poste in essere dall'AMF[246]

Per quanto rileva ai fini del presente lavoro, l'Autorità di vigilanza francese ha posto in essere, nel corso degli anni più recenti, una pluralità di iniziative volte a monitorare nel continuo gli sviluppi del mercato finanziario interno, tanto dal lato dell'offerta che della domanda, mediante specifiche attività di vigilanza e studi all'uopo dedicati.

Nei primi mesi del 2020, l'Autorità ha fornito una panoramica dell'applicazione in Francia della disciplina in materia di *product governance* introdotta dalla Direttiva MiFID II, evidenziando i principali obblighi imposti ai produttori e ai distributori di strumenti finanziari e sottolineando, tra l'altro, come l'accordo tra produttore e distributore rappresenti uno strumento rilevante, in quanto regola gli obblighi delle diverse parti coinvolte nella catena distributiva – ad esempio in merito alla preparazione e alla validazione del materiale informativo utilizzato dal distributore[247].

Dal lato dell'offerta, da ottobre 2020 a febbraio 2021, l'Autorità ha condotto delle ispezioni tematiche aventi ad oggetto le modalità applicative della disciplina in materia di governo dei prodotti da parte di 5 distributori, per il periodo dal 2018 al 2020; il relativo esito è stato reso noto nell'ottobre 2021 mediante la pubblicazione di uno specifico *report* nel sito *web* istituzionale dell'AMF[248].

L'attività ispettiva si è prevalentemente focalizzata su: i) il sistema di *governance* degli strumenti finanziari e la sua integrazione nel sistema del gruppo di appartenenza del soggetto ispezionato; ii) la definizione e il monitoraggio del *target market*; iii) la definizione e il monitoraggio della strategia di distribuzione e iv) le vendite al di fuori del *target market*[249].

In linea generale, i risultati delle attività ispettive hanno evidenziato che i cinque operatori sottoposti a *review* si sono dotati di sistemi più o meno sofisticati, sebbene siano emersi dei rilievi per alcuni aspetti[250].

Per quanto concerne l'assetto organizzativo procedurale, i soggetti campionati hanno complessivamente mostrato una relativa consapevolezza dei requisiti previsti dalla disciplina nei processi di commercializzazione degli strumenti finanziari. Gli esiti dell'attività condotta hanno, comunque, messo in luce il ruolo preponderante della capogruppo nella fase applicativa della disciplina per le società controllate: se a livello di gruppo il livello applicativo risulta coerente con gli obblighi di vigilanza e controllo,

246 La ricostruzione riportata di seguito è stata realizzata facendo riferimento alla documentazione, prevalentemente in lingua inglese, disponibile presso il sito web istituzionale dell'AMF.

247 Si veda AMF, *MiFID II: Focus on the relationship between producers and distributors*, 5 marzo 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/mifid-ii-focus-relationship-between-producers-and-distributors.

248 AMF, *Summary of SPOT inspections on governance of financial instruments*, 19 ottobre 2021, p. 2.

249 *Ibidem*.

250 *Ivi*, p. 3.

a livello di società controllata, invece, la misura del coinvolgimento del singolo soggetto ispezionato è risultato a volte insufficiente, scontando un approccio di tipo passivo[251].

L'AMF ha, poi, riscontrato che nei soggetti ispezionati è presente una distribuzione strutturata della catena di responsabilità delle unità aziendali coinvolte nel sistema di *governance* degli strumenti finanziari e, ulteriormente, che i comitati istituiti mostrano una buona consapevolezza della tematica[252]. Sul punto, è stato comunque riscontrato che, sebbene il quadro procedurale sia apparso formalmente definito in modo corretto, le procedure applicative sono poi risultate nei fatti generiche e prive di revisioni operative[253].

Per quanto riguarda lo scambio di informazioni tra distributore e produttore, l'AMF ha constatato la mancanza di formalizzazione, o addirittura, l'assenza di un quadro procedurale, che rende estremamente difficoltoso il rispetto dei requisiti normativi[254].

In riferimento alla definizione ed al monitoraggio del *target market*, è stato constatato che per i prodotti di gruppo, distribuiti dalle imprese ispezionate, questo risulta essere definito quasi esclusivamente dalla capogruppo: le società controllate che si occupano della fase distributiva recepiscono il *target market* proposto dalla capogruppo o dal produttore di gruppo così com'è, senza tenere conto delle caratteristiche specifiche dei propri clienti. Nel *report* è evidenziato che l'AMF considera tale pratica non adeguata a soddisfare i requisiti normativi[255].

251 Nel *report* si evidenzia che, nel caso in cui la *due diligence* relativa al sistema di *governance* dei prodotti finanziari fosse posta in essere esclusivamente dalla capogruppo, eventuali carenze si andavano poi a ripercuotere inevitabilmente su tutte le società controllate del gruppo. Inoltre, il mancato coinvolgimento effettivo dei *manager* delle società controllate/affiliate nei processi inerenti al sistema di *product governance* ha comportato, di fatto, il mancato rispetto degli obblighi del soggetto vigilato in merito all'esercizio di un controllo effettivo di tale sistema. Il quadro, poi, tende ad aggravarsi specie nel caso in cui il sistema complessivo presentava già delle carenze. *Ibidem*.

252 A tale riguardo, è stato appurato che le prerogative dei comitati sono chiare e adeguatamente documentate. La mancata partecipazione di rappresentanti delle singole entità nei comitati di gruppo potrebbe rappresentare comunque un punto di debolezza nell'applicazione del quadro procedurale da parte delle controllate/affiliate e, quindi, inficiare la complessiva efficacia del sistema, costituendo, per tale ambito, una pratica non in linea con il dettato normativo. *Ibidem*.

253 Più in dettaglio, in un solo caso è stata constatata una convalida annuale volta ad attestare formalmente la conformità a tali procedure; tale pratica è stata valutata come buona da parte dell'AMF. Per quattro soggetti, le procedure di revisione del sistema hanno, invece, evidenziato un insufficiente coinvolgimento nella *due diligence* svolta dalla loro società madre, implicando il mancato pieno rispetto dei dettami della normativa.

In un solo caso è stata appurata, a livello di singola società controllata, la previsione di un *report* annuale, in cui sono individuate eventuali anomalie e riportati i relativi piani di rimedio; tale pratica è stata valutata positivamente dall'AMF. *Ivi*, p. 4.

254 In proposito, la *task force* ha rilevato l'istituzione di accordi che consentono di definire contrattualmente le condizioni di scambi informativi con i produttori nell'ambito del sistema di *governance*; tale pratica è stata valutata positivamente dall'AMF. *Ibidem*.

255 Tale pratica è stata riscontrata anche per la revisione del *target market*, che è posta in essere direttamente dal gruppo di appartenenza per quattro operatori sui cinque totali. *Ibidem*.

In merito alla definizione ed al monitoraggio della strategia di distribuzione[256], è stato riscontrato che tutte le società ispezionate hanno adottato la strategia di distribuzione proposta dalla casa madre senza sottoporla ad un esame critico, sia in fase di definizione che per la successiva revisione; l'Autorità ritiene tale pratica non conforme alle previsioni della normativa di riferimento. In un solo caso è stato riscontrato un 'blocco', negli applicativi per ciascun prodotto, che permetta al consulente di proporre un prodotto al cliente solo se la strategia di distribuzione lo consenta; tale pratica è stata valutata come appropriata dall'AMF[257].

In ultimo, per le vendite al di fuori del *target market*, è stato rilevato che nessuno dei soggetti ispezionati identifica o definisce in autonomia il c.d. *target market* 'negativo', cioè i gruppi di clienti le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi non sono compatibili con lo strumento finanziario in questione[258].

Sempre per quanto riguarda l'offerta, poi, dall'*Annual report* relativo al 2021, risulta che l'AMF ha condotto ulteriori ispezioni che hanno specificamente interessato dei FIA; ad esito di tali ispezioni sono emerse, tra l'altro, delle carenze significative nell'ambito della *governance* dei prodotti e, più in particolare, per quanto riguarda la *due diligence* sulle caratteristiche dei prodotti e l'identificazione e la comprensione del mercato di riferimento[259].

Più di recente, tra luglio 2023 e marzo 2024 l'Autorità francese ha svolto uno studio sui produttori e i distributori di una particolare tipologia di strumenti strutturati, i certificate gestiti attivamente (*Actively Managed Certificates* - AMC), in considerazione della crescente diffusione di tali strumenti finanziari in Francia e dei rischi che essi comportano soprattutto per i clienti al dettaglio. Ad esito degli approfondimenti condotti, è stata pubblicata una raccomandazione avente ad oggetto la distribuzione degli ACM (DOC-2024-06)[260], applicabile dal 28 ottobre 2024, che si sofferma tra l'altro sulla necessità per i distributori di dotarsi di misure robuste anche di *product governance*[261]. Inoltre, alla luce anche degli Orientamenti aggiornati dell'ESMA sulla materia, data la complessità dei prodotti in questione, l'AMF raccomanda di limitare il mercato target 'positivo' solo ai clienti con il più alto livello di conoscenza ed esperienza, e di collocare i clienti con un basso livello di conoscenza ed esperienza nel

256 A tal fine, la *task force* ha analizzato la strategia di distribuzione degli operatori campionati e le relative procedure. Una buona pratica riscontrata è rappresentata dalla definizione della strategia di distribuzione combinando il servizio di investimento, il canale di distribuzione interessato e le categorie autorizzate di consulenti. *Ibidem*.

257 *Ibidem*.

258 In particolare, per due operatori il *target market* negativo è stato definito dal produttore così com'è, ovvero non è stata effettuata alcuna analisi di coerenza; tale pratica è ritenuta dall'AMF non conforme al dettato normativo. Per un solo soggetto è stato riscontrato l'invio di un *warning* ai clienti interessati, rispetto all'esclusione del servizio di consulenza sugli investimenti poiché il cliente rientrava nel *target market* negativo; tale pratica è stata valutata positivamente dall'AMF. *Ivi*, p. 5.

259 Per ulteriori dettagli, si veda AMF, *Annual report 2021*, 2022, p. 94, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/annual-reports-and-institutional-publications/2021-amf-annual-report.

260 Si veda https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/autorite-des-marches-financiers-amf-has-published-recommendation-governing-distribution-actively.

261 Il documento richiama anche l'importanza di altri obblighi normativi in relazione alla distribuzione dei prodotti della specie, tra cui i controlli di adeguatezza o appropriatezza, a seconda del servizio prestato, e le regole di trasparenza (*ex ante* ed *ex post*) anche nell'ambito delle attività di *marketing*.

mercato target 'negativo', al fine di garantire che tali strumenti possano essere detenuti da clienti che siano in grado di comprenderne il funzionamento e i rischi associati.

Nel corso del 2024, l'AMF ha poi condotto degli approfondimenti relativi ai processi di gestione dei reclami da parte di cinque istituti di investimento, riscontrando alcune criticità in termini di conformità normativa.

Per quanto rileva ai fini del presente lavoro, l'Autorità ha riscontrato che nessuno degli istituti oggetto di verifica aveva integrato l'analisi dei reclami nell'ambito della revisione annuale del sistema di *product governance*. Questa lacuna rappresenta una significativa criticità a parere dell'AFM, in quanto l'esame dei *feedback* provenienti dalla clientela dovrebbe costituire parte integrante del processo di monitoraggio e miglioramento continuo dei prodotti e servizi offerti[262].

Nel complesso, dall'analisi del quadro normativo risulta condivisibile l'opinione di chi ritiene che, nell'applicazione della disciplina eurounitaria, il legislatore francese si sia contraddistinto per un approccio rigoroso alla protezione degli investitori[263].

Sotto il profilo applicativo della disciplina di riferimento, dalle attività poste in essere dall'Autorità francese negli anni più recenti sono emerse difformità e margini di miglioramento in ordine alle concrete modalità attraverso cui gli operatori di mercato vigilati danno concreta applicazione alle disposizioni in materia di *product governance*. Una più elevata uniformità applicativa è ritenuta dall'Autorità francese un prerequisito essenziale per garantire adeguati livelli di tutela all'investitore, specie se *retail*.

I miglioramenti auspicati dall'AMF in ordine anche alle prassi applicative sono nell'insieme fondamentali per conseguire gli obiettivi di contenimento dei rischi di *misselling* e di sostegno alla progressiva crescita della fiducia e della partecipazione degli investitori francesi al mercato finanziario.

2.3 Olanda

Il contesto generale

L'Olanda è uno dei principali Paesi membri dell'Unione Europea e, per quanto di specifico interesse per il lavoro, presenta diversi tratti distintivi nel mercato finanziario interno, tanto dal lato dell'offerta che della domanda.

Dal lato dell'offerta, la principale specificità è rappresentata dal rilevante peso del settore bancario: alcuni studi mostrano difatti che le dimensioni complessive del

262 AMF, *Summary of SPOT inspections on the handling of complaints by investment services providers*, 6 febbraio 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-02/synthese-spot-traitement-des-reclamations-version-anglaise-02.02_0.pdf, p. 20.

263 Comana M., *op. cit.*, pp. 177 e 178.

settore sono ben oltre tre volte il PIL; inoltre, il comparto bancario è molto attivo a livello internazionale e presenta alti livelli di concentrazione[264].

Dal lato della domanda, tra le peculiarità degli investitori olandesi vanno annoverati gli elevati livelli reddituali - il reddito pro capite medio è difatti tra i più elevati dell'Eurozona - e, al contempo, i notevoli livelli di educazione finanziaria[265].

L'impalcatura di vigilanza sul sistema finanziario, poi, è impostata su di un modello del tipo *twin peaks:* la Nederlandsche Bank (la banca centrale olandese, di seguito anche 'DNB') è responsabile della vigilanza sistemica e prudenziale, mentre all'Autoriteit Financiële Markten (di seguito anche 'AFM') è demandata la vigilanza sugli aspetti di trasparenza e correttezza[266].

Dunque, la presenza di un sistema bancario e finanziario sviluppato, di investitori con elevati livelli reddituali e buone conoscenze finanziarie, e, infine, di un'impalcatura di vigilanza in linea con quella dei Paesi più avanzati favorisce un contesto potenzialmente propizio agli investimenti finanziari da parte degli investitori *retail*. Pur tuttavia, il Paese non è stato esente da episodi, anche eclatanti, di *mis-selling*[267].

Tali eventi hanno profondamente segnato l'opinione pubblica, influenzato gli orientamenti del legislatore olandese, contraddistinto le pratiche di vigilanza da parte delle Autorità competenti[268] e, conseguentemente, interessato anche il dibattito accademico.

264 A titolo di esempio, si consideri che le cinque principali banche olandesi costituiscono circa l'80% delle attività totali del settore. Per maggiori approfondimenti sul punto, si veda EVERETT M., DE HAAN J., JANSEN D-J., MCQUADE P., SAMARINA A., *Mortgage lending, monetary policy, and prudential measures in small euro-area economies: Evidence from Ireland and the Netherlands*, Review of International Economics, vol. 29, n. 1, pp. 6 e 7, reperibile all'indirizzo: DOI 10.3917/ecofi.129.0177.

265 ARRONDE L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., *ETAL., op. cit.*, pp. 22 e 23.

266 Le motivazioni sottostanti l'attuale assetto sono contenute in alcuni atti parlamentari (Kamerstukken II, 28 122, 2001–2002, n. 2).

Più specificamente, il modello di vigilanza adottato in Olanda è disciplinato dagli artt. 1.24 e 1.25 del *Wet op het financieel toezicht* (di seguito anche 'Wft', *Cfr.* oltre); le competenze dell'AFM sono disciplinate dagli artt. 1:25 e 2:96 del Wft. Le funzioni delle Autorità sono state riviste a seguito del recepimento della prima versione della MiFID, in occasione dell'introduzione Wft; più in dettaglio, le modifiche legislative sono state pubblicate nella Staatsblad (Gazzetta Ufficiale olandese) nel n. 664 del 2006 e nei nn. 406 e 408 del 2007. Per una disamina più articolata sul punto si veda WALLINGA M., *op. cit.*, pp. 119 e 125.

267 In particolare, un caso clamoroso di *mis-selling* è quello che risale al 2006 ed ha avuto ad oggetto 7 milioni di polizze assicurative *unit-linked*, per un controvalore di quasi 50 miliardi di euro. Per maggiori dettagli si veda il *position paper* del BEUC, *The price of bad advice*, BEUC Position Paper, Bruxelles, 2018, p. 2 e ss., reperibile all'indirizzo: https://www.beuc.eu/publications/beuc-x-2018-055_the_price_of_bad_advice.pdf; una ricostruzione delle evoluzioni giudiziarie è, poi, offerta da BUSCH D., *The Future of EU Financial Law*, EBI Working Paper Series n. 93, EBI, Frankfurt, 2021, p. 39 e ss.

A parere di alcuni autori, i casi di *mis-selling* investirebbero anche alcuni clienti professionali, per problematiche connesse alla non corretta classificazione; si veda LOONEN T. e PATTISELANNO R., *The effectiveness of MiFID provisions for professional clients: a critical review*, Journal of Financial Regulation and Compliance, vol. 28,n. 1, 2019, p. 5 e ss.

268 WALLINGA M., *op. cit.*, p. 152 e ss. e BUSCH D., *op. cit.*, p. 39 e ss.

La disciplina olandese in materia di product governance

La legislazione finanziaria olandese si compone di due livelli: il primo è contenuto nel *Wet op het financieel toezicht* (di seguito anche 'Wft'), il secondo nel *Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen* (di seguito anche 'Bgfo')[269].

Come notato, con l'obiettivo di evitare il ripetersi dei menzionati fenomeni di *mis-selling*, già a partire dal 2013, il legislatore olandese, anticipando in parte la legislazione unionale ha introdotto in capo ai produttori una specifica disciplina in materia di governo dei prodotti, contenente alcune disposizioni poi riprese nella seconda versione della MiFID. Più in particolare, si tratta di prescrizioni riguardanti il 'Processo di Approvazione e Revisione del Prodotto' dei *manufacturer*, identificato con l'acronimo 'PARP' ('*Product Approval and Review Process*'), comunemente utilizzato anche nel regime vigente, ossia *post* recepimento delle previsioni della MiFID II sulla materia[270].

Ad oggi, i punti cardine della disciplina olandese in materia *di product governance* sono rappresentati dall'articolo 4:14, paragrafo 2, *incipit* e lettera c) del *Wft*, in combinato disposto con gli articoli da 32 a 32c del *BGfo*[271].

Trovano applicazione, poi, anche gli Orientamenti ESMA in materia di *product governance*[272], con riferimento ai quali l'AFM ha reso noto di conformarsi pienamente, dandone integrale applicazione[273].

Nell'ambito del *framework* olandese, un ruolo significativo è anche svolto dagli 'orientamenti' operativi dell'AFM, in quanto vanno ad influenzare la concreta applicazione delle norme da parte degli intermediari. Sebbene per tali orientamenti sussista incertezza circa il loro esatto *status* giuridico, alcuni autori sostengono che sia comunque possibile inquadrarli quali ulteriore livello normativo della regolamentazione finanziaria olandese[274].

269 Nell'esercizio del potere normativo delegato all'AFM, alcune norme del Bgfo sono poi ulteriormente dettagliate nel *'Nadere Regeling gedragstoezicht financiële* ondernemingen*'* (Nrgfo), in inglese tradotto come *'Further Regulations on the Supervision of the Conduct of Financial Undertakings'*, in https://www.afm.nl/en/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/financiele-producten/productontwikkeling--en-distributie.

270 Per una disamina più approfondita sul tema, si rimanda al sito istituzionale dell'AFM all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/informatieverstrekking/productontwikkeling-en--distributie.

271 L'AFM offre una sintetica descrizione della disciplina in materia di *product governance* nel proprio sito web istituzionale, all'indirizzo https://www.afm.nl/en/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/financiele-producten/productontwikkeling--en-distributie. Inoltre, una dettagliata ricostruzione della normativa di riferimento riguardante il *manufacturer* è contenuta in una lettera che la stessa Aurorità ha inviato agli intermediari di mercato operanti in Olanda, in qualità di produttori, nel corso del 2020. Si veda AFM, *Norminformerende brief inzake productgovernance*, 15 gennaio 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/belangrijke-europese-wet--en-regelgeving/mifid-ii/bescherming-beleggers/productontwikkeling.

272 Più nello specifico, l'Autorità olandese ha confermato il proprio *'comply'* ad ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance requirements* sia nella versione inizialmente adottata dall'ESMA nel giugno 2017 (ESMA35-43-620), applicabile da gennaio 2008, sia a seguito della revisione del documento, che ha portato alla pubblicazione del testo aggiornato (ESMA35-43-3448), applicabile dal 3 ottobre 2023.

273 Per ulteriori dettagli, si veda il sito istituzionale dell'AFM all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/informatieverstrekking/productontwikkeling-en--distributie.

274 Wallinga M., *op. cit.*, p. 134.

Per quanto qui rileva, si evidenzia che l'Autorità olandese, richiamando il dettato della normativa europea in materia di *product governance*, ha illustrato in una lettera inviata agli operatori di mercato in qualità di produttori alcuni aspetti salienti della disciplina rilevante per il *manufacturer*, offrendo anche una chiave di lettura d'insieme di tali requisiti[275].

Più in particolare, in tale lettera l'Autorità ha precisato che l'applicazione delle citate disposizioni va realizzata mediante un criterio di proporzionalità, chiarendo che quanto più i prodotti sono complessi e rischiosi, tanto più le disposizioni normative vanno elaborate e applicate in modo approfondito, sia nella fase di disegno delle *policy* aziendali che nella successiva applicazione concreta.

Nella richiamata lettera, l'AFM ha, inoltre, specificato che gli obblighi in materia di *governance* del prodotto vanno applicati in aggiunta alle regole di condotta che impongono l'esecuzione dei *test* di adeguatezza o appropriatezza (a seconda del servizio prestato), chiarendo che i requisiti di governo di prodotto riguardano la fase 'precedente' di definizione della gamma di prodotti da offrire al gruppo *target*, mentre i *test* di adeguatezza e appropriatezza trovano esecuzione nella successiva fase di interazione con il cliente[276].

Ancora, con l'obiettivo di favorire il rispetto delle previsioni normative da parte degli operatori di mercato, l'AFM ha predisposto il c.d. *framework* di valutazione 'CUSU', incentrato sulle fasi di produzione dei prodotti e di sviluppo dei servizi connessi[277].

Più in dettaglio, si tratta di un *tool* finalizzato a far sì che gli intermediari possano testare i prodotti in termini di efficienza dei Costi, Utilità, Sicurezza e Comprensibilità dal punto di vista del cliente, in modo che il prodotto possa effettivamente apportare un valore aggiunto.

Tale strumento è stato predisposto per facilitare l'operato degli intermediari: seguendo il *framework* risulta, difatti più agevole, comprovare che i prodotti finanziari realizzati siano il risultato di una ponderazione equilibrata degli interessi, realizzando ed offrendo esclusivamente prodotti con un valore aggiunto per il mercato *target*.

275 AFM, *Norminformerende brief inzake productgovernance*, 15 gennaio 2020.

276 Tali precisazioni sono anche in linea con quanto previsto dagli Orientamenti ESMA sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II. *Ibidem*.

277 L'acronimo CUSU trae origine dalle iniziali dei termini in lingua inglese che orientano l'intero *framework*, ovvero: *'Cost efficiency'*, *'Usefulness'*, *'Safety'* e *'Understandability'* (in lingua olandese è invece individuato dall'acronimo 'KNVB').

Il *framework* in parola prevede una serie di quesiti che gli operatori di mercato devono porsi al fine di verificare se un dato prodotto soddisfi o meno i dettami della disciplina di riferimento. In sintesi, i quesiti sono i seguenti:

- Economico: il prodotto offre un buon rapporto qualità-prezzo?
- Utilità: il prodotto soddisfa un bisogno fondato di un gruppo target?
- Sicuro: il prodotto fa ciò che promette nelle diverse circostanze e il risultato è accettabile per il gruppo target?
- Comprensibile: il gruppo target può valutare correttamente il funzionamento del prodotto sulla base delle informazioni che riceve dal fornitore?

AFM, *Current assessment framework for products (CUSU-criteria)*, vers. al 24 febbraio 2023, reperibile all'indirizzo https://www.afm.nl/en/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/informatieverstrekking/productontwikkeling-en--distributie.

Seguendo il medesimo approccio di supporto operativo agli intermediari nell'implementazione dei requisiti di *product governance*, nell'aprile 2024 l'AFM ha avviato una consultazione con il mercato per fornire indicazioni più dettagliate sulla fase di '*scenario analysis*', nell'ambito degli obblighi di *product approval* del produttore, in modo da assicurare che le analisi svolte siano realmente rilevanti dal punto di vista del cliente[278]. La consultazione si è poi conclusa nel dicembre 2024 con l'emanazione delle *guidelines* «*Scenario analyses from a customer perspective*»[279].

Le attività poste in essere dall'AFM[280]

Al fine di individuare adeguate soluzioni alle problematiche emerse in occasione dei fenomeni di *mis-selling* citati in precedenza, l'AFM ha posto in essere diverse attività aventi ad oggetto lo stato applicativo delle disposizioni in materia di governo dei prodotti, come introdotte dalla seconda versione della MiFID; a parere di alcuni autori, tali attività si sono generalmente caratterizzare per un approccio 'informale' dell'Autorità, volto a incoraggiare l'autodisciplina dei soggetti vigilati[281].

Più specificamente, già a fine 2017 - ovvero a ridosso dell'entrata in vigore del pacchetto MiFID II -, l'AFM ha illustrato i contenuti salienti della disciplina in materia di governo dei prodotti, attraverso la pubblicazione di una presentazione all'uopo dedicata nel proprio sito *web* istituzionale[282].

Nel 2018, poi, l'AFM ha pubblicato una *Guidance* relativa al servizio di gestione di portafogli svolto, interamente o in parte, in modalità automatizzata (c.d. 'SAP' o '(*semi-)automated portfolio management*') nel cui ambito ammonisce, tra l'altro, che andrebbe migliorata la qualità di tali servizi[283], puntualizzando che anche in questi casi le prescrizioni derivanti dalla disciplina della *product governance* non devono andare a sovrapporsi alle previsioni in materia di valutazione di adeguatezza. In tale *Guidance*, l'Autorità chiarisce, infatti, che gli obblighi di individuazione del *target group* e di definizione della strategia di distribuzione da parte dell'intermediario, previsti dalla disciplina di governo di prodotto, non coincidono con l'obbligo di procedere alla valutazione di adeguatezza a livello individuale per ogni cliente, sulla base delle conoscenze e

278 La consultazione si è svolta tra il 23 aprile 2024 e il 7 giugno 2024. Per maggiori dettagli, si rinvia al seguente link dell'AFM: https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2024/april/consultatie-parp.

279 Per maggiori dettagli, si rinvia al seguente link dell'AFM: https://www.afm.nl/en/home/persbericht/2024/december/sb-leidraad-scenarioanalyses-vanuit-klantperspecief-voor-de-PARP-norm.

280 Si precisa che la ricostruzione di seguito operata è stata realizzata mediante la consultazione della documentazione, prevalentemente in lingua inglese, reperibile presso il sito istituzionale dell'AFM. Come sopra chiarito, già a partire dal 2013, la normativa olandese è stata integrata con specifici obblighi in materia di governo del prodotto a carico dei *manufacturer* (il *framework* c.d. 'PARP', *'Product Approval and Review Process'*), con il conseguente svolgimento di attività di vigilanza da parte dell'Autorità olandese finalizzate a verificarne la concreta attuazione da parte dei soggetti vigilati. Nel paragrafo, l'attenzione sarà focalizzata sulle iniziative, poste in essere dall'AFM successivamente al recepimento della normativa MiFID II.

281 Così Svetiev Y. e Ottow A., *op. cit.*, p. 516 e ss.

282 La presentazione, in lingua olandese, è reperibile presso il sito istituzionale dell'AFM. Per maggiori dettagli AFM, *MiFIDII beleggersbescherming. Inleiding: Waar staan we met MiFID II Beleggersbescherming?* 24, 26 ottobre e 2 novembre 2017, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/~/profmedia/files/onderwerpen/mifid-ii/2017/presentatie-mifid-2-seminars-okt-nov.pdf?la=nl-nl.

283 AFM, *Guidance on the duty of care in (semi)automated portfolio management*, agosto 2018, p. 8, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/~/profmedia/files/onderwerpen/roboadvies-sav/guidance-duty-care.pdf.

dell'esperienza, della posizione finanziaria, degli obiettivi di investimento e della tolleranza al rischio[284].

Nel corso del 2020, l'AFM ha condotto una serie di iniziative volte a sensibilizzare gli operatori di mercato al rispetto della disciplina in materia di prestazione dei servizi d'investimento, tra cui specifiche indagini finalizzate a verificare il livello di conformità ai requisiti di *governance* dei prodotti da parte degli intermediari. Ad esito di tali indagini sono state identificate delle macro aree di interesse, tra le quali: la corretta definizione del gruppo *target* e della strategia di distribuzione; la tenuta di documentazione interna da cui risulti possibile reperite e ricostruire le considerazioni, giustificazioni e scelte condotte nella fase di definizione della clientela *target* dei prodotti e la relativa strategia di distribuzione; la valutazione periodica del *target market* e dell'efficacia della strategia di distribuzione; l'autonomia delle verifiche di governo di prodotto rispetto ai *test* di adeguatezza[285].

Nell'*Annual report* dell'AFM riferito al 2020, ancora, l'AFM ha reso noto di avere sottoposto a verifica le modalità attraverso cui alcuni intermediari hanno attuato, oltre ai *test* di adeguatezza, le verifiche di *product governance*, concludendo che erano necessarie degli adeguamenti volti ad evitare la commercializzazione di prodotti fuori dal *target market*[286].

Nel corso del 2021, l'Autorità ha condotto delle indagini volte ad approfondire a livello domestico la 'qualità' dei processi di approvazione e revisione dei prodotti, attraverso specifici *focus* sulle *policy* aziendali adottate dagli operatori, sull'integrazione di tali processi nell'organizzazione aziendale e, limitatamente ad alcuni soggetti vigilati, sul loro concreto funzionamento; per alcuni operatori sono state riscontrate delle criticità con riguardo ai requisiti applicabili al produttore [287].

Nello stesso *Annual report* relativo al 2021, poi, l'Autorità olandese richiama l'attenzione degli operatori nazionali sulla necessità di impostare correttamente i processi aziendali che regolano lo sviluppo e la successiva valutazione dei prodotti[288].

284 *Ivi*, p. 16.

285 Per ulteriori approfondimenti, si rimanda alla lettera, in lingua olandese, inviata dall'AFM agli operatori nel 2020, di cui si è già discusso in precedenza. Si veda AFM, *Norminformerende brief inzake productgovernance*, 15 gennaio 2020, pp. 2 e 3.

286 AFM, *Annual report* 2020, aprile 2021, pp. 12 e 13, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/nieuws/2021/april/jaarverslag-2020.

287 Più in dettaglio, nell'*Annual Report* 2021, l'AFM ha reso noto che per uno dei soggetti vigilati l'inadeguatezza dei processi era riconducibile a: una *policy* poco dettagliata e non in grado di fornire indicazioni sufficienti; una scarsa attuazione alle diverse componenti dei processi; l'incapacità di bilanciare obiettivamente i vari interessi coinvolti. Ad esito dell'indagine, l'impresa in parola aveva comunicato all'AFM che stava implementando i processi in essere.

Per un altro soggetto vigilato, poi, l'AFM ha riscontrato: poca attenzione alle esigenze del cliente; processi poco dettagliati e approfonditi; modalità di definizione del *target group* non adeguate; assenza di *test* sul prodotto che tenessero in considerazione i diversi scenari possibili; una strategia distributiva che non garantiva che i prodotti fossero indirizzati esclusivamente al *target group* individuato; inadeguati flussi informativi al *target group*. Sempre nell'*Annual report* 2021, aprile 2022, l'Autorità olandese ha reso noto che l'impresa di investimento in parola aveva ricevuto una lettera di warning che illustrava le problematiche riscontrate. Per ulteriori dettagli, si veda AFM, *Annual report 2021*, aprile 2022, p. 18, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/over-de-afm/verslaglegging/jaarverslag.

288 A parere dell'AFM, gli intermediari dovrebbero, in particolare, realizzare prodotti che siano nell'esclusivo interesse dei clienti e che vengano offerti ad un *target group* ben definito. La previsione di processi ben funzionanti è poi ritenuta

Inoltre, tra le attività rilevanti finalizzate a prevenire fenomeni di *mis-selling* attraverso una adeguata implementazione dei processi di governo dei prodotti, di cui si dà atto nel citato *report*, rientra l'approfondimento specifico svolto sui profili di *investor protection* connessi agli investimenti in 'SPAC' (*Special Purpose Acquisition Company*)[289]. In tale ambito, l'AFM ha in particolare evidenziato che i distributori, nel quadro delle proprie valutazioni di *product governance*, dovrebbero tenere conto delle connotazioni particolari dello strumento e dei correlati rischi, considerando anche di escludere tali prodotti dal catalogo di offerta rivolto ai clienti *retail*.

Infine, nell'*Annual Report* 2021, l'AFM informa di essere stata parte attiva nelle interazioni con le ESA e con le omologhe autorità competenti nei diversi Paesi membri: tali interlocuzioni, rivolte ad un pubblico internazionale, hanno avuto ad oggetto la visione sviluppata dall'Autorità in riferimento alla *governance* dei prodotti. Più in generale, l'AFM ha reso noto che le interlocuzioni avviate si propongono di favorire il dibattito europeo sulla rilevanza della disciplina in materia di governo dei prodotti quale argine ai fenomeni di *mis-selling*[290].

Tra le attività aventi ad oggetto la corretta applicazione della disciplina realizzate dall'AFM nel corso del 2022, di sicuro rilievo è anche una misura sanzionatoria mossa nei confronti di un soggetto vigilato. Tale misura è stata attivata a seguito dell'accertamento di violazioni di alcune delle previsioni della disciplina in materia di *governance* del prodotto, quali: l'implementazione di procedure non in grado di garantire che la distribuzione degli strumenti finanziari fosse indirizzata al gruppo *target* individuato e l'inadeguata valutazione periodica per alcuni dei prodotti distribuiti[291].

Con riferimento all'anno 2023, è emersa una particolare focalizzazione dell'AFM sui profili ESG, anche in relazione alla disciplina di *product governance*. Già nel quadro dell'attività programmatica dell'Autorità olandese, come emerge dal *trend monitor* 2023, viene messo in evidenza, difatti, che uno dei principali rischi che tuttora

fondamentale affinché gli operatori possano garantire che lo sviluppo di un prodotto tenga in debita considerazione gli interessi dei clienti. *Ivi*, p. 19.

289 Più in dettaglio, una SPAC è una società che si caratterizza per un elevato capitale azionario ma che non presenta finalità commerciali, in quanto viene quotata in borsa per acquistare tutta o parte di una società non quotata. Se, da un lato, le SPAC contribuiscono all'accesso ai mercati dei capitali, dall'altro, i titoli emessi da tali società risultano molto più complesse delle azioni di emittenti quotati 'ordinari' e, per tale motivo, si caratterizzano per un elevato livello di rischio, che rende tale tipologia di investimento poco adatto alla clientela *retail*.

Le SPAC risultano particolarmente diffuse in Olanda: nel 2021 l'AFM ha difatti ricevuto 40 richieste di quotazione in borsa e approvato 16 prospetti per SPAC. Sul punto, l'Autorità olandese ha condotto interviste esplorative con diversi *broker* finalizzate ad ottenere un quadro chiaro delle SPAC e dei rischi per gli investitori *retail*, ed ha comunicato all'ESMA la tendenza in atto, impegnandosi a seguire gli sviluppi nazionali e internazionali nel settore. *Ivi*, p. 28.

290 Nel 2021 l'Autorità ha a tal fine organizzato dei *webinar* per le Autorità di vigilanza di altri Paesi e per le Autorità di vigilanza europee ESMA, EBA, EIOPA, nonché la Commissione europea, nel corso dei quali è stato possibile discutere sia il quadro giuridico per lo sviluppo dei prodotti sia aspetti afferenti al comportamento dei consumatori. *Ivi*, pp. 19 e 22.

291 Più in particolare, l'Autorità aveva riscontrato che la *policy* aziendale disciplinante la materia del governo di prodotto era inadeguata in quanto non risultava sufficientemente chiaro come venisse: definito il gruppo *target* tenendo in debito conto le caratteristiche e il grado di complessità di un prodotto; elaborata la strategia di distribuzione; verificato che i prodotti non venissero distribuiti al di fuori del gruppo *target*. Per ulteriori dettagli, si veda AFM, *Last onder dwangsom voor BinckBank voor overtreding regels productgovernance*, 30 agosto, 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2022/augustus/lod-binckbank.

interessano i investitori *retail* riguarda proprio la difficoltà nell'individuare correttamente i prodotti che corrispondano ai propri obiettivi d'investimento. Per contenere tale rischio, a parere dell'Autorità, è necessario, tra l'altro, dare piena applicazione alle previsioni disciplinari che impongono agli intermediari di considerare adeguatamente nei processi di governo dei prodotti anche le preferenze di sostenibilità espresse dai clienti[292]. Inoltre, il report annuale relativo al 2023 informa che l'AFM ha inviato agli operatori nazionali un questionario di *self-assessment* sulle modalità di attuazione dei 'nuovi' requisiti di sostenibilità nei servizi d'investimento, incluso l'obbligo di considerare i fattori e le preferenze ESG nei processi di *product governance*. In proposito, l'Autorità olandese ha rilevato che attraverso questa prima *review* gli intermediari hanno preso maggiore coscienza della normativa di sostenibilità rilevante per la loro attività e hanno individuato la necessità di porre in essere alcuni interventi di adeguamento[293].

In ultimo, con riferimento allo stato applicativo, sono di certo interessanti le conclusioni di alcuni lavori che hanno cercato di appurare la percezione di un campione di consulenti d'investimento olandesi sull'efficacia delle disposizioni contenute nella seconda versione della MiFID, incluse quelle in materia di *product governance*. Gli intervistati indicano, nel complesso, che la stessa sia di certo d'ausilio nel consigliare più adeguatamente i clienti, sebbene i risultati non mostrino un'opinione omogenea sull'efficacia delle innovazioni introdotte dalla MiFID II e dei suoi requisiti specifici[294].

Da quanto sinora discusso, emerge con tutta evidenza che il legislatore olandese abbia palesato nel corso del tempo una elevata sensibilità alla disciplina in materia di *product governance*, anche in ragione dei fenomeni di *mis-selling* che hanno interessato il Paese. Già dal 2013, come detto a più riprese, l'Olanda si è, difatti, dotata di una normativa che ha anticipato in parte i requisiti di *product governance* poi introdotti con la seconda versione della MiFID.

Dalla disamina proposta in riferimento alla disciplina olandese di primo e secondo livello in materia di *product governance*, risulta condivisibile l'opinione di chi

292 Si veda AFM, *Trend Monitor 2023*, 3 novembre, 2022, p. 73, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/over-de-afm/verslaglegging/trendzicht.

293 Per maggiori dettagli, si veda AFM, *Annual report 2023*, 9 aprile 2024, p. 14, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/over-de-afm/verslaglegging/jaarverslag.

294 Il quadro che se ne trae dallo studio è comunque variegato, essendo influenzato, in parte, dalle dimensioni dell'impresa di investimento di riferimento presso cui il consulente presta la propria attività lavorativa, dal sesso e dall'anzianità.

Più specificatamente, i consulenti d'investimento che lavorano per grandi imprese d'investimento sono più spesso dell'opinione che la MiFID II consenta loro di adattare meglio la consulenza d'investimento alla situazione dell'investitore, mentre quelli che lavorano per piccole e medie imprese sono più critici. Ancora, i consulenti d'investimento delle grandi imprese d'investimento affermano che i loro investitori sperimentano servizi d'investimento migliori, in particolare dopo l'implementazione dei requisiti della MiFID II. I consulenti d'investimento di sesso maschile, poi, sono critici sull'efficacia dei requisiti della MiFID II, mentre quelli di sesso femminile sono più favorevoli. Infine, i consulenti d'investimento con maggiore esperienza sono risultati critici nei confronti dell'introduzione della MiFID II rispetto a quelli con minore esperienza.

Confrontando lo studio sui consulenti d'investimento olandesi con uno studio simile condotto nel Regno Unito, emerge, peraltro, che i consulenti d'investimento olandesi hanno un'opinione della MiFID II più favorevole rispetto ai consulenti d'investimento inglesi.

Si veda LOONEN T., Dutch investment advisors' perceptions towards the MiFID II directive, Journal of Financial Regulation and Compliance, 2021, vol. 29, n. 2, p. 214 e CORE DATA RESEARCH, *UK financial advisors say MiFID II more challenging than Brexit*, WealthAdvisor, ottobre 2018, p. 2.

ritiene che il legislatore olandese abbia realizzato una traduzione fedele del pacchetto MiFID II nell'ordinamento domestico[295].

L'AFM ha, peraltro, mostrato una elevata sensibilità alla tematica del governo di prodotto, quale argine ai fenomeni di *mis-selling*: nel corso degli ultimi anni sono state realizzate numerose iniziative volte a sensibilizzare gli operatori di mercato e ad appurare il concreto stato applicativo delle norme in materia. Dalle diverse attività condotte dall'Autorità olandese è comunque emerso, a più riprese, che permangono ancora margini di miglioramento che devono essere conseguiti per realizzare la piena applicazione del dettame normativo e per favorire la più ampia tutela degli investitori, specie se *retail*.

295 WALLINGA M., *op. cit.*, p. 176.

Valutazioni d'insieme e possibili prospettive

SEZIONE TERZA

Nelle precedenti sezioni si è offerto un quadro analitico della disciplina unionale vigente in materia di *product governance*, corredato dell'esperienza applicativa 'indiretta' dell'ESMA, nell'ambito dell'azione di armonizzazione e convergenza svolta a livello UE, e quella di alcune Autorità di vigilanza nazionali europee direttamente nei propri ordinamenti.

Nella presente sezione si intendono delineare, nel paragrafo 1, alcuni limiti riscontrati anche nella concreta applicazione delle previsioni vigenti in materia di governo di prodotto; si offrirà, poi, nel paragrafo 2, una panoramica delle linee evolutive in atto a livello normativo in ambito europeo e, nel paragrafo 3, si accennerà ad alcune possibili soluzioni 'innovative' nell'implementazione delle regole in esame; si chiuderà, nel paragrafo 4, con qualche breve riflessione conclusiva alla luce di quanto complessivamente approfondito nel presente lavoro.

1 Valutazioni d'insieme della disciplina vigente e dell'esperienza applicativa maturata

Come argomentato a più riprese, la disciplina in materia di *product governance* nella prestazione dei servizi d'investimento è da ricondursi al pacchetto MiFID II, applicabile dal gennaio 2018, che rappresenta un'importante evoluzione rispetto alla prima direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari. La MiFID II contiene diverse misure volte a rafforzare la protezione degli investitori *retail*, con l'intento di mitigare gli effetti delle asimmetrie informative insite nella relazione intermediario-cliente, nell'ottica di una più efficace prevenzione dei fenomeni di *mis-selling*. Tra queste, la seconda versione della MiFID introduce nuovi presidi volti a garantire che i prodotti finanziari siano ingegnerizzati e distribuiti in coerenza con il mercato *target* di riferimento (cfr. paragrafo 1 della Sezione I).

Il fulcro dei precetti normativi di primo livello, contenuti negli articoli 16, paragrafo 3 e 24 paragrafo 2 della MiFID II, e le disposizioni di secondo livello di cui alla Direttiva delegata (UE) 2017/593, impongono infatti agli intermediari finanziari di stabilire processi rigorosi per la progettazione, la distribuzione e la revisione dei prodotti finanziari, al fine di garantire che tali prodotti siano allineati alle esigenze e agli obiettivi del mercato *target*, favorendo, al contempo, la trasparenza e la correttezza delle informazioni fornite agli investitori e dei comportamenti (cfr. paragrafo 2 della Sezione I).

Più recenti innovazioni normative, come il '*Quick Fix*' della MiFID II, introdotto dalla Direttiva (UE) 2021/338, hanno apportato modifiche volte a facilitare la ripresa economica *post*-pandemica, prevedendo esenzioni specifiche dai requisiti di *governance* del prodotto per gli strumenti finanziari destinati esclusivamente a controparti qualificate o per le obbligazioni con clausola *make-whole* senza derivati incorporati (cfr. paragrafo 2.4 della Sezione I).

Nel 2021, poi, la Commissione europea ha adottato atti delegati per integrare i profili di sostenibilità nelle procedure di prestazione dei servizi d'investimento ai sensi della MiFID II; tali modifiche impongono tra l'altro agli intermediari di includere gli obiettivi di sostenibilità nel *target market* e di considerare i fattori di sostenibilità già nella fase di governo dei prodotti[296].

In linea generale, il quadro normativo vigente sulla materia oggetto del quaderno (nel momento in cui si scrive) si basa su un approccio integrato e flessibile, che prevede l'interazione e lo scambio informativo tra produttori e distributori, nonché l'applicazione di principi di proporzionalità per garantire che gli obblighi siano adeguati alla natura del servizio di investimento, del prodotto finanziario e del relativo mercato di riferimento. Tale approccio è finalizzato a minimizzare gli impatti delle asimmetrie informative, nella prospettiva della migliore protezione dell'investitore, specie al dettaglio, e a promuovere una maggiore efficienza del sistema finanziario europeo.

Ad oggi, nonostante i progressi apportati dalla MiFID II in termini di *investor protection*, l'esperienza applicativa ha comunque mostrato lacune significative che tendono a compromettere l'efficacia complessiva del quadro regolamentare.

L'applicazione disomogenea delle norme a livello dei singoli Stati membri dell'Unione rappresenta una delle criticità più rilevanti. Tale disomogeneità si manifesta in alcune disparità nelle modalità di implementazione e di controllo da parte delle Autorità di vigilanza competenti nei singoli Stati membri[297].

Nel paragrafo 2 della Sezione II è stato argomentato che le esperienze applicative in Germania, Francia e Olanda evidenziano un impegno importante delle Autorità di vigilanza nazionali nel garantire la conformità alle normative sulla *product governance*. Tuttavia, permangono sfide per una piena attuazione delle disposizioni sulla materia nei rispettivi ordinamenti nazionali[298].

296 Al riguardo, ESMA ha fornito ulteriori indicazioni operative, evidenziando la necessità di monitorare e adattare, se del caso, le caratteristiche ESG dei prodotti finanziari. Le nuove disposizioni sono strettamente interconnesse con altri regolamenti sulla finanza sostenibile, quali il SFDR e il Regolamento Tassonomia. Per ulteriori dettagli, si rimanda ai paragrafi 2.2 e 2.3 della Sezione I.

297 Sul punto, alcuni autori hanno evidenziato che, mentre alcune Autorità nazionali come l'AMF in Francia e la Bafin in Germania hanno adottato misure rigorose e sistematiche per monitorare l'applicazione delle norme, altre giurisdizioni hanno mostrato approcci meno strutturati o meno severi (M. COMANA, *op. cit.*, p. 176 e ss.). Tale disomogeneità rischia di generare incertezze tra gli operatori di mercato e compromette la tutela uniforme degli investitori *retail* su scala europea. In argomento si veda anche F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO, A. LUPOI, *op. cit.*, p. 37 e ss.

298 Sinteticamente, la Bafin, l'Autorità di vigilanza tedesca, ha implementato un approccio strutturato per monitorare la conformità alle normative sulla *product governance*.

In Francia, l'AMF ha intrapreso diverse iniziative per monitorare l'applicazione delle normative in materia di *product governance* ed ha condotto ad ispezioni tematiche su alcuni distributori per verificare la conformità alle disposizioni sulla governance dei prodotti.

Ciò evidenzia la necessità di un coordinamento più stretto e di una maggiore armonizzazione delle pratiche di vigilanza a livello europeo, sottolineando l'urgenza di sviluppare una cultura di vigilanza comune nell'UE.

In tale ambito, risulta centrale il ruolo dell'ESMA nel garantire l'efficacia e la coerenza dell'applicazione delle normative a livello europeo, anche attraverso una stretta collaborazione con le Autorità di vigilanza nazionali. Le iniziative messe in campo dall'ESMA mirano a promuovere la convergenza applicativa ed a rafforzare la protezione degli investitori mediante strumenti di supervisione comuni e linee guida dettagliate: la creazione di *standard* comuni e condivisi di vigilanza può senz'altro contribuire a garantire un livello uniforme di protezione degli investitori su tutto il territorio dell'UE, riducendo le differenze applicative e favorendo la creazione di un mercato finanziario più trasparente ed equo.

L'ESMA ha sviluppato un'ampia gamma di strumenti volti a facilitare l'armonizzazione delle pratiche di vigilanza nei diversi Stati membri, tra cui le cc.dd. *Common Supervisory Actions (*CSA)[299]. Nel 2021, l'ESMA ha svolto una CSA, dedicata all'implementazione della disciplina in materia di *product governanc*e, che ha permesso di identificare alcune aree chiave di miglioramento in ottica di uniformità applicativa negli Stati Membri, quali: la determinazione dei costi dei prodotti e la loro compatibilità con il *target market*; le modalità di identificazione del *target market* e delle strategie distributive, assicurando l'utilizzo efficace dei *tool* a disposizione, inclusa l'analisi di scenario; i processi di revisione periodica dei prodotti in ottica di coerenza nel tempo con la clientela *target*; l'efficacia degli scambi informativi tra produttori e distributori; l'adozione di approcci meno formalistici e più granulari per migliorare la precisione delle pratiche di *product governance*[300].

Un altro aspetto critico, emerso sia dalla ricostruzione dell'assetto normativo (*cfr.* paragrafo 2 della Sezione I) sia dalla disamina proposta nel paragrafo 2 della Sezione II, riguarda la complessità e l'onerosità dei requisiti normativi imposti dalla MiFID II: sebbene tali requisiti siano necessari per garantire la protezione degli investitori, possono in alcuni casi risultare eccessivi. L'articolazione delle procedure da metter in atto per assicurare la conformità alle regole può rappresentare un ostacolo significativo, soprattutto per gli intermediari di dimensioni più ridotte, limitando la loro capacità di operare efficacemente sul mercato. Più in generale, questo fenomeno ha portato a difficoltà pratiche nell'adozione delle misure di *product governanc*e, in particolare nella definizione e nel monitoraggio del *target market* e nella gestione delle vendite fuori *target*, tenuto conto anche della necessità di coordinare i processi che dispiegano la loro efficacia 'a monte' con quelli 'a valle' nella prestazione dei servizi d'investimento,

L'AFM in Olanda ha adottato un approccio proattivo e informale per promuovere l'autodisciplina tra i soggetti vigilati. Per ulteriori dettagli si rimanda al paragrafo 2 della Sezione II.

299 Le CSA consistono in indagini tematiche di vigilanza condotte simultaneamente in più Stati membri sotto il coordinamento dell'ESMA, con l'obiettivo di creare una cultura di supervisione comune a livello UE *(cfr.* paragrafo 1 della Sezione II).

300 La CSA del 2021 ha sottolineato, ulteriormente, la fondamentale rilevanza della convergenza applicativa tra le diverse Autorità nazionali competenti ed è stata di impulso per la revisione degli Orientamenti ESMA del 2017; la versione aggiornata di tali orientamenti include esempi di *good practies* osservate tra gli operatori e contiene indicazioni per una applicazione più rigorosa dei dettami normativi *(cfr.* paragrafo 1 della Sezione II).

evitando ripetizioni ma cercando nel contempo di non svilire l'efficacia delle misure di governo dei prodotti.

La necessità di bilanciare la protezione degli investitori con l'operatività sostenibile degli intermediari finanziari è, dunque, un aspetto cruciale da affrontare nel prossimo futuro.

Particolarmente rilevante ai fini dell'individuazione dei limiti dell'istituto della *product governance* della MiFID II, nei termini illustrati nel presente lavoro, risulta l'*Impact Assessment* che accompagna le proposte normative del citato pacchetto RIS, nel cui ambito la Commissione europea ha delineato, tra l'altro, le principali carenze riscontrate nell'applicazione pratica delle previsioni vigenti sulla materia[301].

In particolare, risulta che molti intermediari operanti in ambito unionale tendono ad adottare un approccio formalistico e superficiale nella definizione del mercato *target*. Spesso questa attività si traduce in un mero esercizio burocratico che non tiene conto delle specificità e delle effettive necessità dei clienti finali[302].

Oltre a ciò, le procedure di approvazione dei prodotti non sempre prevedono un'adeguata valutazione della struttura dei costi in relazione alle caratteristiche del mercato *target*. Ciò può portare alla distribuzione di prodotti con costi elevati e, di conseguenza, caratterizzati da rendimenti netti insoddisfacenti per gli investitori. Nonostante la MiFID II richieda che la struttura dei costi sia opportunamente valutata dagli intermediari produttori per garantire la compatibilità del prodotto con le esigenze del mercato *target*, spesso i costi non sono trasparenti e comprensibili per i clienti, il che compromette la loro capacità di prendere decisioni informate. Le regole esistenti, peraltro, non sempre riescono a mitigare efficacemente i conflitti di interesse, specialmente in un contesto di distribuzione basato su incentivi[303].

Gli incentivi finanziari possono, dunque, influenzare negativamente la qualità dei consigli finanziari forniti; ciò si verifica, ad esempio, raccomandando prodotti che

301 COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document impact assessment report*, SWD(2023) 278 final, 24 maggio 2023, reperibile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023SC0278; le risultanze riportate traggono spunto da quanto emerso nella CSA realizzata dall'ESMA nel 2021.

302 In proposito, la Commissione europea riprende le evidenze raccolte dall'ESMA (di cui si è fornita una rappresentazione *supra* paragrafo 1 della Sezione II) sottolineando che la definizione del mercato *target* in numerosi casi viene effettuata con un livello di granularità insufficiente, tale da non consentire lo sviluppo di una strategia di distribuzione realmente mirata. COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document impact assessment report*, SWD(2023) 278 final, 24 maggio 2023.

303 Le indagini condotte da ESMA (ed EIOPA per i prodotti di investimento assicurativi, o IBIP) hanno messo in luce che molti prodotti finanziari presentano costi elevati e strutture tariffarie complesse, che possono significativamente erodere i rendimenti degli investimenti. Ad esempio, è stato riscontrato che i clienti *retail* possono pagare commissioni fino al 40% più alte rispetto agli investitori istituzionali per prodotti simili, senza un giustificato aumento del valore o della qualità del servizio. Tale disparità di costi sarebbe riconducibile, almeno in parte, a modelli di distribuzione basati su incentivi, in cui i distributori ricevono commissioni elevate dai produttori per la vendita dei loro prodotti. *Ivi*, pp. 33 e 59.

offrono maggiori commissioni ai distributori ma che non risultano necessariamente i più adatti al cliente[304].

La mancanza di idonei livelli di educazione finanziaria tra gli investitori *retail* è una problematica strettamente collegata: molti investitori non dispongono delle conoscenze necessarie per valutare adeguatamente i costi e i benefici dei prodotti finanziari, il che li rende vulnerabili a decisioni di investimento poco informate[305].

Ulteriore tema connesso è quello dell'accesso limitato ai prodotti finanziari a basso costo. In alcune giurisdizioni, difatti, i prodotti semplici e a basso costo come gli ETF (*Exchange Traded Funds*) sono meno presenti nei canali di distribuzione tradizionali rispetto ai prodotti più complessi e costosi. Ciò suggerisce che i modelli di distribuzione attuali non favoriscono adeguatamente l'accesso degli investitori *retail* a prodotti che rappresentano un buon rapporto qualità-prezzo[306].

Altra criticità riguarda il monitoraggio *post*-vendita dei prodotti. Gli intermediari dovrebbero monitorare i prodotti finanziari per assicurare che questi continuino a rispondere nel tempo alle esigenze del mercato *target* e, ulteriormente, che le condizioni del mercato non abbiano reso il prodotto inadatto al *target market*. Tuttavia, non tutti gli operatori dispongono di sistemi idonei ad effettuare il monitoraggio in modo efficace. Ciò può comportare che prodotti ormai non più in linea con il *target market* di riferimento continuino ad essere distribuiti[307].

In sintesi, nonostante le rigorose disposizioni della MiFID II in materia di *product governance*, la loro applicazione pratica presenta ancora dei limiti.

In ragione di quanto testé argomentato, appare necessaria una parziale revisione della disciplina in vigore, accompagnata da un più intenso impegno da parte degli intermediari e delle Autorità di vigilanza nel garantire che i prodotti finanziari siano effettivamente progettati e distribuiti nel migliore interesse dei clienti. In tale direzione si pongono le proposte normative sulla materia contenute nel richiamato pacchetto RIS, di cui si fornisce una disamina nel successivo paragrafo 2.

Per quanto concerne, infine, le modifiche più recenti introdotte dal *Quick Fix* (in tema di esenzioni) e dall'integrazione della finanza sostenibile nei servizi d'investimento, gli effetti in termini di più efficace tutela degli investitori e di contrasto ai fenomeni elusivi (primo tra tutti, il *greenwashing*[308]) potranno essere concretamente

304 Il problema è particolarmente evidente per i prodotti strutturati e i prodotti di investimento assicurativo, per i quali le commissioni possono essere particolarmente elevate e i rendimenti netti per gli investitori spesso deludenti. Nel merito, la Commissione europea ha proposto misure per rafforzare i controlli e migliorare la trasparenza degli incentivi. *Ivi*, pp. 104 e 315.

305 La Commissione europea ha, pertanto, sottolineato l'importanza di migliorare l'educazione finanziaria, raccomandando programmi educativi specifici e iniziative di sensibilizzazione. *Ivi*, p. 61.

306 La Commissione ha, dunque, proposto misure per promuovere una maggiore diffusione di prodotti a basso costo e per garantire che gli investitori abbiano accesso a una gamma più ampia di opzioni di investimento. *Ivi*, p. 200.

307 Sul punto, la Commissione Europea ha raccomandato un rafforzamento delle procedure di monitoraggio e una maggiore enfasi sulla trasparenza delle informazioni *post*-vendita, inclusi rapporti periodici sui costi e sui rendimenti effettivi dei prodotti. *Ivi*, p. 103 e 146.

308 La tematica, di grande attualità, anche per il rischio che possa scoraggiare l'interesse verso la finanza sostenibile per il timore che si tratti solo di un'operazione di *marketing* senza un reale beneficio per la società e gli investitori, è già da tempo all'attenzione delle ESA. La Commissione europea, con mandato del 23 maggio 2022, ha infatti richiesto alle

valutati alla luce dell'esperienza applicativa, che allo stato risulta ancora limitata, in ragione dell'introduzione successiva rispetto al nucleo originario di regole attuate a partire dal gennaio 2018[309].

2 Prospettive evolutive della disciplina

La disciplina della *product governance* è, nel momento in cui si scrive, in fase evolutiva. L'elemento cardine delle proposte di modifica del quadro normativo vigente in materia è costituito dal già menzionato pacchetto di misure legislative denominato '*Retail Investment Strategy*' (o 'RIS'), pubblicato dalla Commissione europea il 24 maggio 2023. Si tratta di una iniziativa che, in linea con gli obiettivi dell'*Action Plan* del 2020 per la *Capital Market Union*, indica una serie di azioni funzionali a rafforzare la tutela degli investitori *retail*, con l'obiettivo ultimo di favorirne una sempre maggiore fiducia e partecipazione nei mercati dei capitali europei[310].

Per quanto concerne la tematica qui affrontata, la RIS intende introdurre delle innovazioni sostanziali per migliorare la disciplina di *governance* del prodotto, anche

Autorità di vigilanza europea di fornire un parere su una serie di aspetti riguardanti il *greenwashing* e i rischi connessi, nonché sull'implementazione, vigilanza ed enforcement delle misure di finanza sostenibile dirette a prevenire lo stesso. Sulla base dei complessivi *input* forniti dalle ESA in risposta al citato mandato della CE, sono in corso di valutazione a livello UE possibili ulteriori interventi normativi sulla materia oltre che evoluzioni degli approcci di vigilanza ed *enforcement* sulla finanza sostenibile che siano maggiormente efficaci e armonizzati. Per una disamina più approfondita sul tema si vedano in particolare i documenti elaborati dall'ESMA: il *Progress Report on Greenwashing* pubblicato il 31 maggio 2023 (ESMA, *Progress Report on Greenwashing, Response to the European Commission's request for input on 'greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies'*, ESMA30-1668416927-2498, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf), nonché il *Final Report* sull'argomento pubblicato il 4 giugno 2024 (ESMA, *Final Report on Greenwashing, Response to the European Commission's request for input on 'greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies'*, ESMA36-287652198-2699, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf).

309 Per alcune prime evidenze circa le modalità d'integrazione dei requisiti ESG nelle misure di *investor protection* della MiFID II da parte dell'industria italiana, incluso con riferimento alla considerazione degli obiettivi di sostenibilità nei processi di *product governance*, si rinvia al Richiamo di attenzione della CONSOB n.1/2024 del 25 luglio 2024, avente ad oggetto «L'adeguamento agli obblighi in materia di 'finanza sostenibile' nella prestazione dei servizi di investimento». Ulteriori spunti utili in argomento sono attesi dai risultati della CSA dell'ESMA in materia di requisiti di sostenibilità nella *product governance* e nella valutazione di adeguatezza, svolta a cavallo del 2024 e 2025, che al momento in cui si scrive sono in corso di valutazione in sede europea.

310 Il pacchetto RIS è articolato in una Direttiva *Omnibus* e un Regolamento: la prima, oltre ad interviene sulla disciplina MiFID II, incide in parallelo anche su altre normative – quali IDD, Solvency II, UCITS e AIFMD –, nell'ottica di un migliore allineamento tra discipline dei servizi finanziari che sono nate e si sono sviluppate secondo una logica per *'silos'*; il secondo si concentra sui prospettati emendamenti al Regolamento PRIIPS.

Per i dettagli, si rimanda rispettivamente a: COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le Direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), 24 maggio 2023, , p. 19 e ss., reperibile all'indirizzo:https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:79b29b91-fae0-11ed-a05c-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF; COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento contenente le informazioni chiave*, COM(2023) 278 final 2023/0166 (COD), 24 maggio 2023, reperibile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0278.

affrontando alcune delle carenze riscontrate nell'applicazione pratica delle norme vigenti, nei termini richiamati nel precedente paragrafo 1[311].

Più nello specifico, si riportano di seguito i principali aspetti su cui si sono espresse le Istituzioni dell'UE, partendo dalla proposta iniziale della Commissione europea, per poi proseguire con una breve illustrazione delle posizioni elaborate dal Parlamento europeo[312] e dal Consiglio dell'UE[313], rispettivamente ad aprile e giugno 2024, che rappresentano la base di partenza per il 'trilogo' avviato all'inizio del 2025.

Occorre peraltro tenere presente che l'esito del negoziato appare allo stato alquanto incerto. Numerose sono infatti le sollecitazioni e gli interessi che ruotano intorno al progetto RIS. Già nel novembre 2024 l'ESMA e l'EIOPA hanno pubblicamente espresso, tramite una lettera indirizzata alla Commissione europea, talune perplessità in merito alla direzione di marcia dell'*iter* legislativo in questione, evidenziando in particolare la preoccupazione che talune modifiche prospettate rispetto alle proposte iniziali possano ridurre l'efficacia delle misure tese ad assicurare ai clienti un reale '*value-for-money*' dai propri investimenti[314]. Inoltre, con l'insediamento della nuova Commissione europea a fine 2024, sono stati avviati dei nuovi filoni, che si intrecciano con la RIS, influenzandone inevitabilmente le sorti. Si fa riferimento, da un lato, alla c.d. '*Savings and Investment Union*' (o 'SIU'), che si propone di facilitare l'impiego dei risparmi 'improduttivi' delle famiglie, se del caso, prevedendo anche nuove forme d'investimento, dall'altro, alla *review* del *framework* normativo dei servizi finanziari in senso ampio, in ottica di complessiva semplificazione e alleggerimento degli oneri amministrati a carico degli intermediari ('*Simplification and Burden Reduction*').

La proposta della Commissione europea

Si evidenzia da subito che nella proposta di seguito illustrata l'assetto generale della *product governance* della MiFID II, nei termini descritti nel presente quaderno, risulta confermato[315], pur essendo prospettata una parziale riorganizzazione e razionalizzazione dei requisiti vigenti in capo a produttori e distributori, attraverso l'innesto

311 Come anticipato, la Direttiva *Omnibus* incide contemporaneamente su più plessi normativi riguardanti i servizi finanziari, nella prospettiva del livellamento del campo di gioco a beneficio degli investitori finali. La disamina di seguito riportata si concentrerà principalmente sulle sole proposte di modifica che interessano la disciplina MiFID in materia di *product governance*, oggetto del presente quaderno.

Per maggiori dettagli sulle modiche proposte per ulteriori discipline (tra cui IDD e PRIIPS) si rimanda a COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le Direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), 24 maggio 2023,

312 *Cfr.* PARLAMENTO EUROPEO, *REPORT on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*, 2 aprile 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2024-0162_EN.html#_section3.

313 Si veda CONSIGLIO EUROPEO, *Proposal for a Directive of the european Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*, 7 giugno 2024, reperibile all'indirizzo:https://www.consilium.europa.eu/media/rv5dc4rc/st10825-ad01en24.pdf.

314 *Cfr.* la lettera di ESMA-EIOPA alla Commissione europea del 13 novembre 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-11/ESMA24-450544452-2484_ESMA-EIOPA_letter_on_RIS.pdf

315 Restano ferme anche le esenzioni introdotte dal *Quick Fix*, illustrate *supra* paragrafo 2.4 della Sezione I.

di un nuovo art. 16-*bis*. All'interno di tale norma vengono infatti raggruppate le previsioni oggi contenute nell'art. 16, comma 3 della direttiva di livello 1 insieme ad alcune disposizioni del livello 2[316], innalzate quindi a rango primario, nella prospettiva di rafforzare il 'processo di approvazione' dei prodotti in capo al *manufacturer*. Inoltre, qualora i prodotti ingegnerizzati rientrino nella categoria dei PRIPS[317], viene previsto che nella fase di c.d. '*pricing process*', tesa a quantificare tutti i costi e oneri incorporati nel prodotto, l'intermediario debba valutare se gli stessi siano giustificati e proporzionati in considerazione delle relative caratteristiche, obiettivi, strategia e rendimento.

In tal senso, la RIS, ponendosi in continuità e rafforzando le disposizioni già contenute nel *framework* della MiFID II[318], rimarca la rilevanza del principio del '*value for money*', che costituisce dunque un aspetto centrale nella regolamentazione dei mercati finanziari: la corretta applicazione di tale principio garantisce che i prodotti finanziari offerti ai clienti *retail* siano economicamente vantaggiosi rispetto ai costi sostenuti. Per tale via, gli investitori sono posti in condizione di conseguire un rendimento equo e sostenibile per i propri investimenti, che tenga conto delle commissioni e dei rischi associati[319].

Nella cornice descritta, una delle soluzioni più innovative proposte dalla Commissione europea è l'attribuzione all'ESMA del compito di definire e pubblicare parametri di riferimento - con funzione di *benchmark* - su costi e rendimenti dei prodotti finanziari, con il conseguente obbligo a carico dei produttori, nel corso del *pricing process*, di confrontare i prodotti realizzati con tali parametri, laddove disponibili, prima dell'immissione degli stessi sul mercato.

Si nota che la previsione, in parallelo, di un obbligo per gli OICVM e i FIA di adottare (esercitare e controllare) un efficace processo di *pricing* che individui e quantifichi tutti i costi, per valutare che gli stessi non siano indebiti ma siano giustificati e proporzionati, anche mediante comparazione con il pertinente *benchmark* sviluppato dall'ESMA, si pone nella direzione di un parziale allineamento ai requisiti di *product governance* della MiFID II. Nella proposta, diversamente da quanto auspicato da più parti, non vi è invece alcuna traccia di un'estensione ai gestori collettivi dell'intera disciplina prevista in capo ai produttori MiFID, che comprende l'individuazione del *target market* potenziale dei prodotti che s'intendono realizzare e della relativa strategia distributiva.

316 *Cfr.* artt. 9 e 10 della Direttiva delegata (UE) 2017/593.

317 La proposta fa riferimento ai *'Packaged Retail Investment Product'* (o 'PRIP') come definiti dall'art. 4, punto 1, del Regolamento PRIIPS. Il processo di determinazione dei prezzi per i prodotti contemplati dalla MiFID dovrebbe riguardare anche i depositi strutturati; tenendo conto del fatto che si tratta di prodotti personalizzati, la definizione di parametri di riferimento risulterebbe però troppo complessa. Pertanto, gli obblighi di comunicazione non dovrebbero applicarsi a questo gruppo di PRIIP. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le Direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), 24 maggio 2023, p. 21.

318 In argomento si rinvia in particolare alla disamina *supra* paragrafo 2.2 della Sezione I sui requisiti vigenti applicabili al processo di approvazione dei prodotti del *manufacturer*.

319 COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), p. 318 e ss.

Specularmente agli obblighi sopra descritti in capo ai produttori, è proposto che anche i distributori debbano adottare per i PRIPS un processo di determinazione dei prezzi che individui e quantifichi i costi di distribuzione e qualsiasi altro costo e onere non già considerato dal produttore, allo scopo di valutare se i costi e gli oneri totali siano giustificati e proporzionati in considerazione degli obiettivi e delle esigenze del mercato di riferimento. È parimenti richiesto che il predetto processo di valutazione dei distributori debba comprendere una comparazione con il pertinente *benchmark* definito dall'ESMA, laddove disponibile[320].

Secondo l'impostazione proposta, i parametri di riferimento, quali strumenti di confronto, dovrebbero rendere più obiettivo il processo di determinazione dei prezzi sia a livello di produzione che di distribuzione. Una deviazione dal parametro di riferimento pertinente dovrebbe introdurre la presunzione che i costi e gli oneri siano troppo elevati e che il prodotto non offra un buon rapporto costi/rendimenti, salvo dimostrazione contraria. A parere della Commissione europea, il confronto con i parametri di riferimento dovrebbe essere percepito come un'attività 'supplementare' da effettuare durante il processo di determinazione dei prezzi, basandosi sul parametro di riferimento pertinente disponibile. L'indisponibilità del parametro di riferimento considerato pertinente non esonera in ogni caso il produttore o il distributore dall'obbligo di dimostrare che i costi e gli oneri siano giustificati e proporzionati[321].

Sono inoltre stabiliti obblighi di comunicazione dettagliati, che richiedono ai produttori e ai distributori di fornire dati completi sui costi, gli oneri e il rendimento dei PRIIP alle autorità nazionali competenti le quali sono a loro volta tenute a trasmetterli all'ESMA. Tali previsioni sono funzionali a garantire che le Autorità dispongano delle informazioni necessarie per adottare i *benchmark*, nonché monitorare e valutare l'efficacia delle misure di *governance* del prodotto[322].

320 In ottica di semplificazione, agli intermediari che realizzano e distribuiscono PRIPS è consentito di adottare un unico processo di determinazione dei prezzi valido sia per la fase di realizzazione sia per la fase di distribuzione.

321 Il funzionamento del *framework* descritto prevede l'attivazione di misure di livello 2, nella forma di atti delegati della Commissione, per stabilire le metodologie che l'ESMA deve adottare nel definire i parametri di riferimento, nonché per indicare i criteri da considerare nel giustificare e dimostrare la proporzionalità dei costi e degli oneri.

322 In proposito, il mandato all'ESMA di elaborare norme tecniche di regolamentazione (RTS) per definire contenuti, *format* e *standard* di trasmissione relativi ai vari obblighi di comunicazione è considerato essenziale per l'efficace funzionamento del nuovo *set* di regole. Per quanto concerne specificatamente i PRIIP, è proposto un rafforzamento del processo di determinazione dei prezzi per tenere maggiormente conto dei costi e degli oneri, includendo l'obbligo di non approvare prodotti che si discostano dai parametri di riferimento pertinenti, a meno che il produttore non possa stabilire che i costi e gli oneri siano giustificati e proporzionati (art. 16-*bis* c. 1). Un effetto analogo è ottenuto, per la Direttiva OICVM, attraverso l'introduzione del nuovo comma 1 *septies* dell'articolo 14 e, per la Direttiva GEFIA, attraverso il nuovo comma 1 *septies* dell'articolo 12.

Per garantire che i dati sui costi, sugli oneri e sul rendimento dei PRIIP siano accurati e disponibili per le Autorità di regolamentazione, sono stati introdotti obblighi di comunicazione per i produttori e le Autorità nazionali competenti nei confronti di ESMA e EIOPA (articolo 16-*bis*, comma 2, MiFID; articolo 25, comma 4, IDD; articolo 20-*bis* della Direttiva OICVM; articolo 24, comma 2, della Direttiva GEFIA). La ricezione di tali dati da parte di ESMA e EIOPA è fondamentale per l'approccio basato sul rapporto costi/benefici. In assenza di questi dati, le Autorità non sarebbero in grado di definire e perfezionare parametri di riferimento affidabili rispetto ai quali misurare il rapporto costi/benefici dei prodotti di investimento.

Per minimizzare i costi relativi ai nuovi obblighi di comunicazione ed evitare inutili duplicazioni, le serie di dati dovrebbero basarsi, per quanto possibile, sugli obblighi di informativa vigenti. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE,*

Agli intermediari (produttori e distributori) è fatto obbligo anche di conservare tutta la documentazione relativa alle valutazioni svolte, inclusi i confronti con i pertinenti *benchmark*, quale misura per favorire la trasparenza operativa e per consentire alle Autorità di vigilanza di effettuare controlli accurati e tempestivi.

La posizione del Parlamento europeo

Il Parlamento europeo, pur sostenendo l'uso dei *benchmark* come strumento di valutazione del *value for money*, esprime preoccupazioni circa il rischio che la pubblicazione di tali *benchmark* possa portare a un livellamento dei prezzi, compromettendo così la concorrenza.

In particolare, nel Considerando 13 (aa) si sottolinea che «i parametri di riferimento non dovrebbero in alcun modo portare a una regolamentazione dei prezzi, ma dovrebbero consentire una migliore supervisione dei prodotti sul mercato, con l'obiettivo di identificare i potenziali *outlier* e garantire la rettifica a beneficio dei clienti». Per questo motivo, viene proposto un cambiamento della 'natura' del *benchmark*, che diventa uno strumento di vigilanza (c.d. '*supervisory benchmark*'), senza prevederne la pubblicazione[323]. A tale scopo, viene proposta l'introduzione nella MIFID II, a seguire rispetto all'articolo 69 dedicato ai poteri di vigilanza delle NCA, di un nuovo articolo 69 *bis*, che conferisce alle Autorità di vigilanza nazionali lo specifico potere di utilizzare i *benchmark* per identificare prodotti con valori anomali, condurre ulteriori indagini e, se necessario, esercitare i propri poteri di *product intervention*.

Ai fini della determinazione dei *benchmark*, è previsto un obbligo di *reporting* da parte di produttori e distributori alle NCA e da queste ultime all'ESMA. Per la definizione dei contenuti specifici di tali flussi informativi e dei relativi *format*, è attribuito il mandato all'Autorità europea affinché elabori un apposito RTS, tenendo conto delle reportistiche già esistenti in capo agli operatori, per limitare gli oneri a carico di questi ultimi.

In aggiunta, il Parlamento suggerisce l'introduzione di un obbligo per i produttori e distributori di PRIPs di effettuare una valutazione '*inter pares*' (denominata '*peer grouping analyis*'), ossia una comparazione in termini anche di rendimenti storici del prodotto e di costi di servizio storici rispetto a quelli di un gruppo di prodotti 'omologhi' presenti sul mercato, identificato dagli intermediari medesimi, sulla base di linee guida elaborate (e periodicamente aggiornate) dall'ESMA per specificare il processo e i criteri da considerare, nonché per individuare le possibili azioni da intraprendere in caso di deviazione dal *peer group*. Gli intermediari sono chiamati a documentare tutte le valutazioni effettuate e fornirne evidenza all'Autorità competente su richiesta.

2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), p. 19.

323 Il Parlamento contempla anche la possibilità di adottare *benchmark* nazionali per i prodotti realizzati e distribuiti in un solo Stato membro, definiti sulla base di RTS dell'ESMA.

La posizione del Consiglio dell'UE

Il Consiglio dell'UE, nell'esprimersi in tema di *product governance* e di *value for money*, ha adottato una posizione che si può considerare 'intermedia' tra quelle della Commissione e del Parlamento.

Da un lato, il Consiglio conferma l'impostazione del Parlamento di introdurre l'obbligo per i produttori e distributori di PRIPs di effettuare una valutazione '*inter pares*' (denominata in questo caso '*peer-group comparison*'), in aggiunta all'utilizzo dei *benchmark* quale strumento di vigilanza delle NCA, dall'altro accoglie la proposta della Commissione di rendere pubblici tali *benchmark* di vigilanza, ma solo dopo un'adeguata fase di *testing*.

Il Consiglio specifica, poi, che la *peer-group comparison* deve avvenire tra prodotti che abbiano le medesime caratteristiche in termini di tipologia, livello di rischio, strategia, obiettivi, tempo di detenzione raccomandato e caratteristiche ESG. Al riguardo, la comparazione deve basarsi su criteri prestabiliti attraverso l'adozione di misure di livello 2, utilizzando il medesimo *set* informativo adottato per il calcolo dei *benchmark* di vigilanza[324].

In caso di esito negativo della valutazione comparativa, i produttori e i distributori sono tenuti a effettuare ulteriori analisi e *test* per assicurare che il prodotto offra un adeguato *value for money*[325].

Con riferimento ai *supervisory benchmark*, il Consiglio introduce la facoltà per gli Stati membri di prevedere, a livello nazionale, che i produttori e distributori possano utilizzarli per la valutazione del *value for money*, in alternativa alla valutazione *inter pares* (c.d. '*opt-in*'), soprattutto per agevolare l'implementazione dei nuovi requisiti da parte degli intermediari più piccoli, per i quali l'adozione di modelli interni di *peer-group comparison* può risultare particolarmente onerosa.

Per la raccolta dei dati sui costi e sulle performance dei prodotti necessari all'elaborazione dei *benchmark* di vigilanza e per la *peer-group comparison*, il Consiglio stabilisce un meccanismo che, come per la Commissione e il Parlamento, si basa su un flusso inviato dagli intermediari alle Autorità di vigilanza nazionali e da queste ultime all'ESMA[326].

Complessivamente, nonostante le differenze nelle posizioni espresse dalle tre Istituzioni europee, emerge chiaramente un orientamento comune volto a stabilire criteri e metodologie oggettive anche con riferimento alla tematica del *value for money*. Tale approccio è finalizzato a evitare che la discrezionalità nella valutazione di elementi

324 Per l'accesso ai dati da parte dei produttori e dei distributori è prevista la corresponsione di una *fee*.

325 Si veda anche Di Carlo F. e Gobbo D., *Retail investment package: il confronto su product governance, value for money e inducements*, 10 luglio 2024, dirittobancario.it, p. 4 e ss., reperibile all'indirizzo: https://www.dirittobancario.it/art/retail-investment-package-il-confronto-su-product-governance-value-for-money-e-inducements/.

326 Ai fini del *reporting* si dovrà tenere conto dei vigenti obblighi di segnalazione e di *disclosure*, quali ad esempio l'informativa KID dei PRIIPS, ma si potranno prevedere flussi aggiuntivi, se necessario e non eccessivamente oneroso per gli intermediari.

quantitativi (prezzo e performance del prodotto) e qualitativi (consulenza, caratteristiche ESG, servizi digitali accessori) porti a risultati divergenti, complicando la vigilanza sul rispetto dell'obbligo di garantire ai clienti un corretto rapporto costi-rendimenti.

Inoltre, secondo alcuni, l'impianto fin qui delineato sembra teso a ulteriormente accelerare la transizione da un'impostazione che si fonda sulla capacità del cliente di effettuare scelte informate, sulla base di proprie valutazioni in merito al rapporto costi-rendimento del prodotto, all'introduzione di un dovere esplicito in capo agli intermediari, produttori e distributori, di garantire un corretto *value for money* fin dalla fase di definizione delle caratteristiche dei prodotti. Tale obbligo, imposto a chi dispone delle informazioni e delle competenze necessarie per valutare adeguatamente i prodotti, è orientato a meglio tutelare l'investitore *retail*, spesso privo delle conoscenze finanziarie necessarie per una valutazione autonoma[327].

Emerge, peraltro, una consapevolezza condivisa del rischio che l'approccio comparativo possa limitare la concorrenza e l'innovazione, livellando i prezzi dei prodotti.

Stante il quadro descritto, i negoziati in sede europea - alla luce anche delle sopra richiamate novità derivanti dai progetti di SIU e *Simplification and Burden Reduction* - dovranno trovare un punto di equilibrio tra l'esigenza di offrire sul mercato prodotti di valore positivo per i clienti, da un lato, e la tutela della concorrenza e del libero mercato, dall'altro. La più rilevante sfida sarà quindi bilanciare la protezione degli investitori con la promozione di un ambiente competitivo e innovativo nel settore finanziario.

3 Possibili soluzioni applicative 'innovative'

Le recenti iniziative normative in ambito unionale - prima tra tutte la più volte richiamata *Retail Investment Strategy* - indicano un percorso evolutivo che necessita di un costante adattamento delle pratiche di *product governance* ai cambiamenti del contesto di riferimento, evidenziando al contempo l'opportunità di una sempre maggiore integrazione delle nuove tecnologie nei processi degli intermediari, compresi quelli afferenti al governo dei prodotti.

In tale ambito, è essenziale che i vari *stakeholder*—regolatori, intermediari finanziari, e accademici—convergano su un terreno di confronto costruttivo per contribuire alla definizione ed implementazione di una disciplina in materia di *product governance* che riesca a favorire, nella sostanza, la migliore tutela possibile degli investitori *retail*[328].

327 Di Carlo F. e Gobbo D., *op. cit.*, p. 9.

328 Come discusso a più riprese nelle diverse sezioni di cui si compone il presente scritto, la disciplina della *product governance* nell'ambito della MiFID II è funzionale a ridurre il rischio che un cliente acquisti prodotti finanziari non corrispondenti al proprio profilo (il c.d. rischio di *mis-selling*). In proposito, è bene tenere comunque presente che il pre-requisito per conseguire tale fondamentale obiettivo è rappresentato da una profilazione accurata dei prodotti e dei clienti; è, infatti, essenziale che sia i clienti che i prodotti siano profilati in modo accurato e secondo criteri razionali, precisi e condivisi, in modo da garantire che i prodotti finanziari siano effettivamente adeguati alle esigenze dei clienti.

Si ritiene pertanto utile concludere la disamina offrendo alcuni spunti applicativi emersi in dottrina; ciò più nello spirito di proporre linee di ricerca futura e riflessioni che di avanzare soluzioni definitive.

Diversi autori sostengono che l'adozione della tecnologia *blockchain* rappresenti una soluzione volta a rendere i mercati dei capitali più trasparenti, sicuri ed efficienti, contribuendo a rafforzare la fiducia degli investitori, a consolidare l'integrità del mercato e a incoraggiare una partecipazione più ampia.

Il ricorso a tale tecnologia potrebbe anche facilitare la conformità ai requisiti di *product governance* imposti dalla MiFID II. Più in particolare, gli *smart contract* basati su *blockchain* potrebbero essere progettati per verificare automaticamente le credenziali dei clienti, consentendo che solo i clienti appartenenti al *target market* di riferimento possano accedere a determinati prodotti finanziari. Il ricorso alla tecnologia *blockchain*, semplificando e automatizzando molti dei processi complessi associati alla *governance* dei prodotti, potrebbe ridurre anche i costi operativi e gli oneri burocratici e amministrativi per gli intermediari, consentendo loro di focalizzarsi maggiormente sulla qualità del servizio offerto ai clienti[329].

Soluzioni di *robo-advisory* potrebbero, inoltre, contribuire ad ottimizzare i processi di *governance* dei prodotti, nell'ottica di migliorare la trasparenza, la sicurezza e l'adeguatezza dei servizi finanziari offerti ai clienti[330].

Uno degli aspetti più significativi del *robo-advisory* riguarda la capacità di 'automatizzare' la fase di profilazione dei clienti, attraverso la quale gli intermediari raccolgono dalla clientela informazioni dettagliate su caratteristiche personali, conoscenze ed esperienze finanziarie, situazione finanziaria, capacità di sopportare perdite,

F. Annunziata, *Retail Investment Strategy: How to Boost Retail Investors' Participation in Financial Markets*, Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Lussemburgo, 2023, pp. 34 e ss., propone che la profilazione venga realizzata con metodologie standardizzate che possano essere comprese e verificate dai supervisori; per una più ampia disamina del tema, si veda anche F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi, *op. cit.*

329 Z. T. Fauzan, I. P. Barrelvi, *The Impact Of Blockchain Technology On Capital Market Transparency And Security*, Jurnal Ekonomi, vol. 13, n. 2, 2024, p. 1244 e ss., reperibile all'indirizzo: https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi ritengono che la natura trasparente e sicura della *blockchain* faciliti il monitoraggio delle transazioni e la revisione della conformità, facendo sì che gli intermediari possano costantemente rispettare i dettami delle normative vigenti. P. Mrkývkaa, Z. Šikováb, *Robo-advisory as a driving force of the financial market in the light of digitalization?*, WSB Journal of Business and Finance, vol. 57, n. 1eISSN 2657-4950, 2023, DOI 10.2478/WSBJBF-2023-0008, p. 73 e ss., reperibile all'indirizzo: https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi sostengono che la capacità della *blockchain* di fornire un registro immutabile delle transazioni sia di supporto alla verifica nel continuo della conformità alle politiche di *governance* dei prodotti. Inoltre, l'uso di *smart contract* consente di automatizzare la verifica delle credenziali dei clienti, migliorando per tale via la trasparenza e riducendo i rischi di frode.

330 Più in dettaglio, il *robo-advisory* si configura come una piattaforma digitale che utilizza algoritmi (anche di intelligenza artificiale) per fornire consulenza finanziaria automatizzata e gestione dei portafogli. P. Mrkývkaa, Z. Šikováb, *op. cit.*, p. 74. In tema, si veda anche M. Caratelli, C. Giannotti, N. Linciano, P. Soccorso, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori Evidenze da un'analisi qualitativa*, Quaderno FinTech n. 6, Consob, Roma, 2019, reperibile all'indirizzo: https://www.consob.it/web/area-pubblica/ft6 e B. Alemanni, A. Angelovski, D. Di Cagno, A. Galliera, N. Linciano, F. Marazzi, P. Soccorso, *La fiducia nel robo advice Evidenze da uno studio sperimentale*, Quaderno FinTech n. 7, Consob, Roma, 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.consob.it/web/area-pubblica/ft7.

tolleranza al rischio e obiettivi di investimento[331]. Tali informazioni sono essenziali anche per determinare 'a monte' il mercato *target* di ciascun prodotto finanziario, in conformità con i requisiti di *governance* dei prodotti stabiliti nella MiFID II[332].

Altro aspetto cruciale del *robo-advisory* è l'abbinamento 'algoritmico' dei prodotti finanziari in funzione del profilo del cliente: ciò rappresenta un elemento che può agevolare e rendere più efficace anche la fase (a valle) di identificazione, tra i clienti che intendono acquistare un dato prodotto finanziario, dei soggetti che effettivamente rientrano nel *target market* di riferimento[333].

L'utilizzo del *robo-advisory* richiede, inoltre, un monitoraggio nel continuo della conformità dell'intermediario a tutte le previsioni normative applicabili, incluse quelle in materia di governance dei prodotti. Ne consegue la necessità di adottare sistemi di controllo interno robusti e l'aggiornamento regolare dei parametri degli algoritmi, in modo da poter rispondere prontamente alle evoluzioni che si registrano sia nel mercato sia rispetto alle esigenze dei clienti, per assicurare che i prodotti finanziari siano distribuiti al pertinente mercato *target* di riferimento[334].

Parallelamente, il *RegTech* emerge come una ulteriore via per migliorare l'efficienza e la conformità nella *governance* dei prodotti[335]: l'automazione e l'analisi dei dati offerti da soluzioni di *RegTech* dovrebbero consentire di meglio monitorare e adattare i prodotti finanziari alle dinamiche di mercato, rendendo i processi di governo di prodotto più agili e reattivi.

La crescente complessità normativa, anche in ragione dei cambiamenti rapidi e continui che la caratterizzano, unitamente all'elevata dinamicità digitale nei mercati finanziari stanno infatti alimentando sempre più lo sviluppo del *RegTech*[336].

331 Tale processo potrebbe essere supportato dalla somministrazione di questionari (anche *online*) ai clienti, così da raccogliere tutte le informazioni necessarie in modo chiaro e comprensibile. L'attenzione alla chiarezza e alla completezza delle domande è fondamentale per assicurare che i clienti comprendano pienamente le informazioni richieste, minimizzando così il rischio di errori. P. Mrkývkaa, Z. Šikováb, *op. cit.*, p. 75.

332 P. Mrkývkaa, Z. Šikováb, *op. cit.*, p. 74.

333 Gli algoritmi utilizzati devono essere regolarmente testati e monitorati per garantire che i risultati siano rilevanti e accurati rispetto agli *input* forniti dai clienti. È essenziale che questi algoritmi includano meccanismi per la diversificazione del rischio e per l'adeguatezza dei prodotti finanziari al profilo di rischio del cliente. La documentazione dettagliata sul funzionamento degli algoritmi, inclusi scopo, ambito e regole decisionali, risulta cruciale per garantire elevati livelli di trasparenza e conformità alle disposizioni normative. P. Mrkývkaa, Z. Šikováb, *op. cit.*, p. 75.

334 La trasparenza e la fiducia degli investitori rappresentano, difatti, elementi chiave per il successo del *robo-advisory*: P. Mrkývkaa, Z. Šikováb, *op. cit.*, p. 73 e ss.

335 Il *RegTech* - o tecnologia regolamentare - è definito come l'innovazione tecnologica applicata al mondo della regolamentazione, della conformità, della gestione del rischio, della rendicontazione e della supervisione: V. Petrík e M. Kolomazník, *Product Governance Regime of MiFID II as the Managerial Application of the PDCA Cycle*, Testo presentato al convegno Hradec Economic Days 2024, Hradec Králové, 11–12 Aprile 2024, p. 7, Conference Paper, DOI: 10.36689/uhk/hed/2024-01-031, 2024.

336 L'entrata in vigore della MiFID II ha portato ad un aumento significativo del numero di aziende *RegTech* che offrono strumenti di conformità innovativi. Il *RegTech* pone comunque anche rischi considerevoli, tra cui problemi di sicurezza informatica.

Per una disamina più approfondita del tema, si veda V. Petrick e M. Kolomazník, *op. cit.*, p. 7; L. Grassi, D. Lanfranchi, *RegTech in public and private sectors: the nexus between data, technology and regulation*, Journal of Industrial and Business Economics, vol. 49, n. 1, 2022, pp. 441–479; F. Teichman, S.Boticiu, S. B. Sergi B, *RegTech – Potential benefits and challenges for businesses,* Technology in Society, 2023, vol. 72, n. 4, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2022.102150.

Le misure di *RegTech*, combinate con il ricorso alla tecnologia *blockchain*, potrebbero fornire un'infrastruttura tecnologica robusta per la gestione e la supervisione dei prodotti finanziari, migliorando la trasparenza, riducendo i rischi di frode e assicurando che gli intermediari rispettino effettivamente i dettami delle normative in vigore[337].

Alcuni autori suggeriscono poi che, sotto il profilo prettamente operativo, potrebbe essere valutata l'integrazione del ciclo 'PDCA' (*Plan-Do-Check-Act*) nei processi di *governance* per favorire l'allineamento dei prodotti alle esigenze ed alle caratteristiche del mercato di riferimento[338].

Il PDCA prevedrebbe una pianificazione accurata nelle fasi di ideazione e distribuzione dei prodotti finanziari, assicurando che questi ultimi siano effettivamente compatibili con il mercato *target* identificato. A tal fine, è anche necessario che la fase di pianificazione sia seguita da un'attuazione rigorosa, garantendo che i prodotti finanziari raggiungano realmente il *target market* di riferimento. In un secondo momento, risulta poi cruciale monitorare e valutare nel continuo i prodotti.

Il ciclo PDCA potrebbe anche essere affiancato dalla somministrazione di questionari ai clienti per raccoglierne *feedback*; le relative risultanze potrebbero essere utilizzate per apportare miglioramenti nel continuo ai processi di *product governance*[339].

In ultimo, risulta anche essenziale porre l'accento su un sempre maggiore coinvolgimento 'attivo' dei clienti da parte degli intermediari. Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, informando i clienti anche sui motivi della loro inclusione nel mercato *target*. Tale maggiore trasparenza potrebbe aumentare il livello di fiducia tra intermediario e cliente, rafforzandone il rapporto, nonché favorire un più agevole allineamento tra le caratteristiche dei prodotti offerti e le specifiche esigenze del mercato *target*[340].

La raccolta e l'analisi dei dati sui clienti che non rinnovano o chiudono i contratti di servizi di investimento costituiscono, poi, una risorsa aggiuntiva per il miglioramento continuo dei processi di *governance*, in quanto possono fornire preziose indicazioni per l'intermediario nell'affinamento dell'offerta futura di prodotti finanziari[341].

Nel complesso, i diversi spunti proposti in letteratura - quali il ricorso alla tecnologia *blockchain* per gli *smart contract* ed a misure di *RegTech*, l'integrazione del ciclo PDCA nei processi di governo di prodotto e un coinvolgimento più attivo dei clienti da parte degli intermediari – possono contribuire all'affinamento di alcuni aspetti dei

337 V. PETRICK, *op. cit.*, p. 11.

338 Il PDCA è un ciclo iterativo di gestione e miglioramento continuo utilizzato per il controllo e l'ottimizzazione dei processi e dei prodotti. La fase di pianificazione (*Plan*) prevede la definizione degli obiettivi e delle strategie; la fase di esecuzione (*Do*) coinvolge l'implementazione delle soluzioni pianificate; la fase di verifica (*Check*) consiste nella misurazione e valutazione dei risultati ottenuti rispetto agli obiettivi; infine, la fase di azione (*Act*) implica l'adozione delle modifiche necessarie per migliorare il processo. Tale ciclo è finalizzato a garantire miglioramenti stabili e continui, promuovendo l'eccellenza e l'efficienza nelle organizzazioni. V. PETRÍK e M. KOLOMAZNÍK, *op. cit.*, p. 7.

339 V. PETRÍK e M. KOLOMAZNÍK, *op. cit.*, p. 8 e ss.

340 *Ivi.*, p. 7.

341 Tale soluzione è suggerita da V. PETRICK e M. KOLOMAZNÍK. *Ivi.*, p. 12.

processi di *governance* dei prodotti, nella prospettiva più ampia di incrementare la trasparenza, la sicurezza e l'efficienza del mercato finanziario, attraverso il miglioramento degli *standard* di conformità degli operatori alle disposizioni normative. Per tale via, verrebbero in definitiva garantiti più elevati livelli di tutela degli investitori, soprattutto al dettaglio, requisito essenziale per favorirne la sempre maggiore partecipazione ai mercati di capitale.

4 Qualche considerazione conclusiva

La disciplina sulla *product governance* è, benché di relativamente recente introduzione, uno degli architravi della normativa europea dei mercati finanziari e di riflesso, quindi, anche di quella nazionale. Essa necessita, pertanto, ai fini di una sempre maggiore efficacia e funzionalità, dello sforzo non soltanto del legislatore, ma anche di quello di attori ulteriori: accademia ed Autorità europee di vigilanza (ESMA e NCA) in particolare. Inoltre, la disciplina risente inevitabilmente delle importanti evoluzioni che, negli ultimi anni, stanno interessando in misura crescente i mercati finanziari, internazionali ed europei.

Sotto il primo profilo, la letteratura europea considera, pur nella consapevolezza delle relative carenze e criticità, le regole di *product governance* come fondamentali per una normativa che, tra i principali obiettivi, si pone quello della tutela dell'investitore, in particolare se al dettaglio. La crisi finanziaria del 2008 e la ridotta fiducia nei mercati come luoghi efficienti di allocazione delle risorse finanziarie hanno costretto il legislatore europeo ad un rafforzamento strutturale. La procedimentalizzazione, sin dalla fase di ideazione di un prodotto finanziario, permette di ridurre il rischio che gli investitori con scarse competenze finanziarie (anche se non solo questi) allochino le proprie risorse in prodotti complessi, inadeguati ai propri bisogni e sbilanciati in termini di costi/benefici. Si tratta di uno sforzo enorme, che costringe valutazioni puntuali e dettagliate da parte di tutti quanti gli intermediari che sono tenuti a doveri di *compliance* necessariamente collettivi. Si pensi, per esempio, all'imponente flusso informativo tra produttore e distributore, e viceversa, al fine di monitorare e aggiornare nel continuo il *target market* previamente individuato e ad adottare misure di rimedio nella revisione dei prodotti.

Sotto il secondo profilo, le Autorità europee di vigilanza, come ampiamente approfondito *supra*, devono affrontare i problemi derivanti da una disomogeneità applicativa della disciplina, insieme con le difficoltà per un efficiente *enforcement* della stessa. Pur con qualche esempio virtuoso, i Paesi europei hanno finora sperimentato un livello di attuazione delle regole MiFID sulla *product governance* che si attesta ancora su *standard* minimi di conformità, situazione che costringe le Autorità ad arricchire la propria attività di vigilanza per un corretto perseguimento degli obiettivi prefissati dal legislatore europeo.

Da una parte, risulta essenziale il ruolo dell'ESMA. Pur considerando l'analiticità della normativa sulla *product governance*, è inevitabile che il sistema delle disposizioni debba essere ulteriormente dettagliato da linee guida e indirizzi operativi

dell'Autorità europea che, combinando competenza tecnica e celerità nell'ideazione di interventi risolutivi, permette un rapido aggiornamento delle regole. Dall'altra, e in modo necessariamente integrato, le singole NCA devono implementare la propria attività di vigilanza, rimanendo, altrimenti, la protezione dell'investitore mera *law on the book*.

Infine, assume rilevanza la terza prospettiva – quella delle evoluzioni che interessano gli attuali mercati finanziari. In primo luogo, vi è la finanza sostenibile, con (tra gli altri) il suo obiettivo di convogliare le risorse finanziarie private verso investimenti sostenibili. L'attuale tendenza 'ESG' postula un adattamento, o un più o meno radicale ripensamento, dei tradizionali sistemi di regole sui mercati finanziari. Anche la disciplina sulla *product governance*, di conseguenza, risente di tale evoluzione. Se, da una parte, le relative disposizioni debbono, come visto *supra*, essere correttamente integrate per tenere in debita considerazione anche le preferenze di sostenibilità, dall'altra gli obiettivi della finanza sostenibile verrebbero raggiunti assai più difficilmente senza un governo dei prodotti finanziari che sia adeguato in proposito.

In secondo luogo, un ruolo di primario rilievo viene ricoperto dalla tecnologia. Essa, pur se foriera di notevoli incertezze rispetto al corretto funzionamento dei mercati (si pensi, per esempio, agli sviluppi dell'IA ed il suo possibile impiego in varie forme e a diversi livelli nei processi per la prestazione dei servizi d'investimento), può essere, al contempo, uno strumento estremamente utile. La tecnologia può supportare nella corretta identificazione del *target market* di riferimento e nelle connesse attività di monitoraggio, oltre che nella (successiva) corretta individuazione di quegli investitori adeguati al prodotto finanziario considerato (es. *robo-advisory*, tecnologia *blockchain* per *smart contract*, soluzioni di *Reg-tech*).

In conclusione, si può ritenere la disciplina sulla *product governance* uno dei centri nevralgici della normativa europea sui mercati finanziari. Un simile sistema di regole necessita e necessiterà di un costante studio ed aggiornamento, per colmare le carenze del passato e scontare le evoluzioni del futuro. Il tutto, come spesso accade in questo settore del diritto, nel difficile, benché inevitabile, tentativo di contemperare importanti interessi in gioco: protezione dell'investitore e contenimento dei costi di *compliance* per gli intermediari; tutela dell'investitore in astratto e perseguimento degli obiettivi di investimento del singolo investitore in concreto; standardizzazione delle procedure e salvaguardia dell'innovazione relativa ai prodotti finanziari. Un adeguamento delle regole sulla *product governance* agli sviluppi del futuro, insieme con un rafforzamento della relativa implementazione sono, pertanto, sempre più indispensabili per un corretto funzionamento dei mercati europei. Le proposte di revisione della materia contenute nel pacchetto di misure legislative denominato *Retail Investment Strategy* si propongono come un passo in questa direzione di ammodernamento della disciplina. Ma per valutarne la reale portata, anche in termini di soluzione di equilibrio tra le richiamate esigenze in campo, occorrerà attendere la conclusione del negoziato in corso e l'adozione delle relative misure di implementazione, tenuto conto anche delle novità che potranno intervenire alla luce delle più recenti iniziative della '*Savings and Investment Union*' e della '*Simplification and Burden Reduction*', avviate in sede europea in ottica di razionalizzazione e rafforzamento ulteriore della normativa di settore.

Nell'insieme, in considerazione dell'instabile quadro geopolitico che caratterizza il momento attuale, con conseguenti potenziali turbolenze significative sui mercati finanziari, resta confermata l'esigenza di un impianto robusto delle regole di *product governance* della MiFID II, auspicabilmente reso più efficace sulla base dell'esperienza applicativa fin qui maturata, quale presidio in grado di orientare già a monte i comportamenti degli intermediari verso scelte tutelanti per gli investitori, soprattutto *retail*.

Bibliografia

ADRIA F., *Innovazione finanziaria, governance del prodotto e distribuzione*, in D'Apice R., *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Il Mulino, Bologna, 2016, pp. 667-688

AFM, *MiFIDII beleggersbescherming. Inleiding: Waar staan we met MiFID II Beleggersbescherming?* 24, 26 ottobre e 2 novembre 2017 reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/~/profmedia/files/onderwerpen/mifid-ii/2017/presentatie-mifid-2-seminars-okt-nov.pdf?la=nl-nl

AFM, *Guidance on the duty of care in (semi)automated portfolio management*, agosto 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/~/profmedia/files/onderwerpen/roboadvies-sav/guidance-duty-care.pdf

AFM, *Annual report* 2020, aprile 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/nieuws/2021/april/jaarverslag-2020

AFM, *Norminformerende brief inzake productgovernance*, 15 gennaio 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/belangrijke-europese-wet--en-regelgeving/mifid-ii/bescherming-beleggers/productontwikkeling

AFM, *Annual report 2021*, aprile 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/over-de-afm/verslaglegging/jaarverslag

AFM, *Last onder dwangsom voor BinckBank voor overtreding regels productgovernance*, 30 agosto 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2022/augustus/lod-binckbank

AFM, *Current assessment framework for products (CUSU-criteria)*, vers. al 24 febbraio 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/sector/themas/dienstverlening-aan-consumenten/informatieverstrekking/productontwikkeling-en--distributie

AFM, *Annual report 2023*, 9 aprile 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/over-de-afm/verslaglegging/jaarverslag

AFM, *Trend Monitor 2023*, 3 novembre 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.afm.nl/en/over-de-afm/verslaglegging/trendzicht

B. ALEMANNI, A. ANGELOVSKI, D. DI CAGNO, A. GALLIERA, N. LINCIANO, F. MARAZZI, P. SOCCORSO, *La fiducia nel robo advice Evidenze da uno studio sperimentale*, Quaderno FinTech n. 7, Consob, Roma, 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/ft7

AMF, *Rapport annuel*, 2003, 11 maggio 2004, reperibile all'indirizzo: amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapport_annuel/rapport_annuel_amf/Rapport%20annuel%20AMF%202003%20-%20Preambule.pdf

AMF, *MiFID II: Focus on the relationship between producers and distributors*, 5 marzo 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/en/news-publications/news/mifid-ii-focus-relationship-between-producers-and-distributors

AMF, *Summary of SPOT inspections on governance of financial instruments*, 19 ottobre 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/spot-inspection-campaigns/summary-spot-inspections-governance-financial-instruments

AMF, *Annual report* 2021, 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/annual-reports-and-institutional-publications/2021-amf-annual-report

AMF, *Guidelines on MIFID II product governance requirements*, 2023, reperibile all'indirizzo https://www.amf-france.org/en/regulation/policy/doc-2018-04?1716767173

AMF, *Summary of SPOT inspections on the handling of complaints by investment services providers*, 6 febbraio 2024, reperibile all'indirizzo https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2024-02/synthese-spot-traitement-des-reclamations-version-anglaise-02.02_0.pdf

ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, Rivista delle Società, vol. 63, n. 4, 2018, pp. 1100-1133

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappicchelli, Torino, ed. 12, 2023

ANNUNZIATA F., COLONNELLO D., LUPOI A., *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, Quaderno Giuridico della CONSOB n. 28, Consob, Roma, 2023

ANNUNZIATA F., *MiFID II as a Template. Towards a General Charter for the Protection of Investors and Consumers of Financial Products and Services in EU Financial Law*, in D'Ambrosio, R., Montemaggi, S., *Private and public enforcement of EU investor protection regulation,* Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale n. 90, Banca d'Italia, Roma, 2020, pp. 21-57

ANNUNZIATA F., *Retail Investment Strategy: How to Boost Retail Investors' Participation in Financial Markets*, Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Lussemburgo, 2023

ARRONDE L., HAUPT M., MANCEBÓN M., NICOLINI G., WÄLTI M., *ET al., Financial Literacy in Western Europe*, Working Paper n° 2021 – 37, Paris School of Economics, Parigi, 2020, reperibile all'indirizzo: https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-03243830/document

BAFIN, *Product governance: The responsible handling of financial products in manufacturing and distribution is designed to protect clients*, 8 novembre 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2018/fa_bj_1810_product_governance_en.html

BAFIN, *Progress in the area of product governance*, 1 aprile 2019, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1902_Product_Governance_en.html

BAFIN, *Annual report* 2020, 24 agosto 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_jb_2020_en.html

BAFIN, *Finding the right client*, 2020, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2020/fa_bj_2011_Marktuntersuchung_Zertifikate_en.html;jsessionid=CDD97A542ED1D513AA00730EAD873EC7.2_cid501?nn=8813520

BAFIN, *Annual report 2021*, maggio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_jb_2021_en.html

BAFIN, *FAQ zu MiFID II-Wohlverhaltensregeln nach §§ 63 ff. WpHG*, vers. del 21 novembre 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_040518_faq_mifid2_wohlverhaltensregeln.html?nn=8813520#doc10849298bodyText5

BAFIN, *Product governance: a lack of precision*, 30 novembre 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2022/fa_bj_2210_Product_Governance_en.html

BAFIN, *Indirect investments in special funds: BaFin has investor protection concerns about product designs that circumvent requirements*, 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2023/fa_bj_2311_Spezial_AIF_en.html

BAFIN, *Annual report* 2023, 30 luglio 2024, reperibile all'indirizzo https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node_en.html

BANQUE DE FRANCE, *Annual report 2017*, 22 giugno 2018, reperibile all'indirizzo: https://publications.banque-france.fr/en/annual-report-2017-0

BATSAIKHAN U. e DEMERTZIS M., *Financial literacy and inclusive growth in the European Union*, Bruegel Policy Contribution, No. 2018/08, Bruegel, Brussels, 2018

BAUM H. e YAMANAKA T., *Investment Services Regulation in Germany and Japan*, European Company and Financial Law Review, vol. 18, n. 3, 2021, pp. 464-516

BEUC, *The price of bad advice*, BEUC Position Paper, Bruxelles, 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.beuc.eu/publications/beuc-x-2018-055_the_price_of_bad_advice.pdf

BINDER, J.H., *Germany*, in Busch, D., Gortsos, C., McMeel, G., *Liability of Financial Supervisors and Resolution Authorities*, Oxford University Publishing, Oxford, 2022, pp. 55-70

BUSCH D., *Product governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR*, in Busch D. e Ferrarini G., *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford, 2016, pp. 123-146

BUSCH D., *Stricter conduct of business rules for investment firm*, SSRN Electronic Journal, 2017, reperibile all'indirizzo: http://www.papers.ssrn.com

BUSCH D., *The Future of EU Financial Law*, EBI Working Paper Series n. 93, EBI, Frankfurt, 2021

CARLIN, B. e MANSO G., *Obfuscation, Learning, and the Evolution of Investor Sophistication*, Review of Financial Studies, vol. 24, n. 3, 2011, pp. 754-785

CARATELLI M., GIANNOTTI C., LINCIANO N., SOCCORSO P., *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori Evidenze da un'analisi qualitativa*, Quaderno FinTech n. 6, Consob, Roma, 2019, reperibile all'indirizzo: https://www.CONSOB.it/web/area-pubblica/ft6

CHEREDNYCHENKO, O. O., *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, European Review of Contract Law, vol. 10, n. 3, 2014, pp. 390-421

COLAERT V., *Product governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, Working Paper No. 2019/2, Jan Ronse Institute for Company and Financial Law, Leuven, 2019

COMANA M. et al., *The MiFID II Framework*, Springer Nature Switzerland AG, Cham, 2019, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1007/978-3-030-12504-2_7

COMMISSIONE EUROPEA, *Commission staff working document impact assessment report*, SWD(2023) 278 final, 24 maggio 2023, reperibile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023SC0278

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, COM(2023) 279 final 2023/0167 (COD), 24 maggio 2023, reperibile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:79b29b91-fae0-11ed-a05c-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 1286/2014 per quanto riguarda l'ammodernamento del documento contenente le informazioni chiave*, COM(2023) 278 final 2023/0166 (COD), 24 maggio 2023, reperibile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0278

CONSIGLIO DELL'UE, *Proposal for a Directive of the european Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*, 7 giugno

2024, reperibile all'indirizzo: https://www.consilium.europa.eu/media/rv5dc4rc/st10825-ad01en24.pdf

CONSOB, *Relazione illustrativa di accompagnamento della delibera CONSOB 28 luglio 2022 n. 22430 di modifica del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di intermediari*, 29 luglio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.consob.it/documents/11973/5638890/Rel_illustr_int_20220729.pdf/bffca3ac-e19c-6377-ee9d-e5011d8b4857?t=1728520467668

CORE Data RESEARCH, *UK financial advisors say MiFID II more challenging than brexit*, WealthAdvisor, ottobre 2018

COSSU M., *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, Rivista delle Società, vol. 66, nn. 5-6, 2021, pp. 1253-1286

DELLA TOMMASINA L., *La produzione e la distribuzione di strumenti finanziari (tra servizi di investimento esecutivi, aumenti di capitale senza consulenza e derivati over the counter)*, Banca Borsa Titoli di Credito, vol. 74, n. 2, 2021, pp. 262-304

DELLA VECCHIA R. e NOBILE E., *La tutela dell'investitore e la disciplina della product governance*, dirittobancario.it, 7 febbraio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.dirittobancario.it/art/la-tutela-dellinvestitore-e-la-disciplina-della-product-governance/

DI CARLO F. e GOBBO D., *Retail investment package: il confronto su product governance, value for money e inducements*, 10 luglio 2024, dirittobancario.it, reperibile all'indirizzo: https://www.dirittobancario.it/art/retail-investment-package-il-confronto-su-product-governance-value-for-money-e-inducements/

ESMA, *Consultation Paper on MiFID II/MiFIR*, ESMA/2014/549, 22 maggio 2014, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf).

ESMA, *Final Report. Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, ESMA/2014/1569, 19 dicembre 2014, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report__esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.

ESMA, *Orientamenti dell'ESMA in materia di 'knowledge and competence' del personale a diretto contatto con la clientela*, ESMA/2015/1886, 22 marzo 2016, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_it.pdf

ESMA, *Consultation Paper. Draft guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA/2016/1436, 5 ottobre 2016, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1436_cp_guidelines_on_product_governance.pdf

ESMA, *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-620, 2 giugno 2017, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/document/final-report-guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements

ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, ESMA35-43-620 IT, 5 febbraio 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_guidelines_on_mifid_ii_product_governance_it.pdf

ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA35-43-1163, 6 novembre 2018, in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43 1163_guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_suitability_requirements_it.pdf

ESMA, *Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti della MiFID II relativi alla funzione di controllo della conformità*, ESMA35-36-1952, 6 aprile 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_compliance_function_requirements_it.pdf

ESMA, *ESMA presents the results of the 2020 Common Supervisory Action (CSA) on MiFID II suitability requirements, Public Statement*, ESMA35-43-2748, 21 luglio 2021, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-2748_public_statement_on_2020_csa_on_suitability.pdf

ESMA, *Final Report. On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*, ESMA35-42-1227, 29 aprile 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1227_final_report_on_technical_advice_on_ec_retail_investments_strategy.pdf

ESMA, *Consultation Paper on the Review of the Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3114, 8 luglio 2022, reperibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3114_-_cp_review_mifid_ii_product_governance_guidelines_0.pdf

ESMA, *Public Statemens. ESMA presents the results of the 2021 Common Supervisory (CSA) on MiFID II product governance requirements,* ESMA35-43-3137, 8 luglio 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3137_public_statement_on_2021_csa_on_product_governance_requirements.pdf

ESMA, *ESMA Strategy* 2023-2028, ESMA22-439-1076, 2022, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_strategy_2023-2028.pdf

ESMA, *Compliance table on ESMA Guidelines on MiFID II product governance*, ESMA35-335435667-4520, 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-11/ESMA35-335435667-

4520_Compliance_table_on_ESMA_Guidelines_on_MiFID_II_product_governance__2023_.pdf

ESMA, 35-43-3448, *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, ESMA35-43-3448, 27 marzo 2023, reperibile all'indirizzo: https://esma.europa.eu/document/guidelines-mifid-ii-product-governance-requirements-0

ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA35-43-3172, 3 aprile 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_IT.pdf

ESMA, *Progress Report on Greenwashing, Response to the European Commission's request for input on 'greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies*, ESMA30-1668416927-2498, 31 maggio 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA30-1668416927-2498_Progress_Report_ESMA_response_to_COM_RfI_on_greenwashing_risks.pdf

ESMA, *Call for evidence on the integration of sustainability preferences in the suitability assessment and product governance arrangements*, ESMA35-43-3599, 16 giugno 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-06/ESMA35-43-3599_Call_for_evidence_on_MiFID_II_suitability_and_sustainability.pdf

ESMA, *Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II*, ESMA35-43-3448, 3 agosto 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_IT.pdf

ESMA, *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, ESMA35-43-349, 15 dicembre 2023, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf

ESMA, Final Report on Greenwashing, Response to the European Commission's request for input on 'green-washing risks and the supervision of sustainable finance policies', ESMA36-287652198-2699, 4 giugno 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf

EVERETT M., DE HAAN J., JANSEN D-J., McQuade P., Samarina A., *Mortgage lending, monetary policy, and prudential measures in small euro-area economies: Evidence from Ireland and the Netherlands*, Review of International Economics, vol. 29, n. 1, 2021, pp. 117-143, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1111/roie.12506

FAUZAN Z. T., BARRELVI I. P., *The Impact Of Blockchain Technology On Capital Market Transparency And Security*, Jurnal Ekonomi, vol. 13, n. 2, 2024, pp. 6776-6784,

reperibile all'indirizzo: https://ejournal.seaninstitute.or.id/index.php/Ekonomi, 2024

FLUET C., *La protection du consommateur de produits financiers: quel rôle pour les recours en réparation d'un préjudice?*, Revue d'économie financière, vol. 1, n. 129, 2018, pp. 177-192, reperibile all'indirizzo: DOI 10.3917/ecofi.129.0177

FRANKE G., MOSK T. e SCHNEBEL E., *Fair Retail Banking: How to Prevent Mis-selling by Banks*, SAFE White Paper No. 39, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt, reperibile all'indirizzo: http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:352-0-424172

GASPARRI G., *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti*, Quaderno giuridico della Consob n. 12, Consob, Roma, 2017

GORTSOS, CHRISTOS, *Stricto Sensu Investor Protection Under the 'MiFID II': A Systematic Overview of Articles 24-30*, Cambridge Scholars Publishing, Cambridge, 2018

GRASSI L., LANFRANCHI D., *RegTech in public and private sectors: the nexus between data, technology and regulation*, Journal of Industrial and Business Economics, vol. 49, n. 1, 2022, pp. 441-479

LA ROCCA G., *Introduzione alla product governance. premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, Banca Borsa Titoli di Credito, vol. 74, n. 4, 2021, pp. 566-609

LAURENT R., *Prestataires de services d'investissement, responsabilité civile, Ordres de bourse*, Dictionnaire Bourse et produits financiers, Joly Éditions, Issy-les-Moulineaux, 2018

LOONEN T.e PATTISELANNO R., *The effectiveness of MiFID provisions for professional clients: a critical review*, Journal of Financial Regulation and Compliance, vol. 28 n. 1, 2019, pp. 1-15

LOONEN T., *Dutch investment advisors' perceptions towards the MiFID II directive*, Journal of Financial Regulation and Compliance, vol. 29, n. 2, 2021, pp. 202-217

MARCACCI, A., *European Regulatory Private Law Going Global? The Case of Product Governance*, European Business Organization Law Review, vol. 18, n. 2, 2017, pp. 305-332

MARINO R., *La tutela dell'investitore retail, tra 'spinte gentili', strumenti di public enforcement e rimedi civilistici. Una realtà in continuo divenire*, Giustizia Civile, vol.1, 2023, pp. 105-143

MARTYSZ C. B. e RAKOWSKI J. P., *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurence of misselling*, International Journal of Management and Economics, vol. 57, n. 2, 2021, pp. 121-137, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.2478/ijme-2021-0007

MOLONEY, N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010

MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford European Union Law Library, Oxford, ed. 4, 2023

MOLONEY, N., *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?,* in *European Business Organisation Law Review,* vol. 13, 2012, pp. 169-193

MOTRONI R., *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, GIURETA-Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente, Vol. 13, 2015, pp. 425-443

P. MRKÝVKAA, Z. ŠIKOVÁB, *Robo-advisory as a driving force of the financial market in the light of digitalization?,* WSB Journal of Business and Finance, 2023, vol. 57, n.1, 2023, pp. 66-77, reperibile all'indirizzo: DOI 10.2478/WSBJBF-2023-0008

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION and Development, *OECD/INFE international survey of adult financial literacy competencies*, 2020, OECD Publishing, Parigi, reperibile all'indirizzo: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy_145f5607-en

PARLAMENTO EUROPEO, *Report on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules*, 2 aprile 2024, reperibile all'indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-9-2024-0162_EN.html#_section3

PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, Banca Borsa Titoli di Credito, vol. 1, n. 1, 2019, pp. 1-16

PETRÍK V. e KOLOMAZNÍK M., *Product governance Regime of MiFID II as the Managerial Application of the PDCA Cycle*, Testo presentato al convegno Hradec Economic Days 2024, Hradec Králové, 11–12 Aprile 2024, reperibile all'indirizzo: DOI: 10.36689/uhk/hed/2024-01-031

RABITTI M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, Rivista di diritto bancario, suppl. n. 1 , Trento, 2020, pp. 145-177

REURINK A., *Financial fraud: a literature review*, Journal of Economic Surveys, vol. 32, n. 5, 2018, pp. 1292-1325.

SCIARRONE ALIBRANDI A. e MALVAGNA U., *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, Banca borsa e titoli di credito, vol. 82, n. 2, 2019, pp. 153-170

SFAMENI P. – GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea, Milano, 2015

SVETIEV Y. e OTTOW A., *Financial Supervision in the Interstices Between Private and Public Law*, European Review of Contract Law, vol. 10, n. 4, 2014, pp. 496-544

TEICHMAN F., BOTICIU S., SERGI B S. B., *RegTech – Potential benefits and challenges for businesses,* Technology in Society, vol. 72, n. 4, 2023, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2022.102150

TORCHIA L., *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea* - Testo della relazione svolta al Convegno per i 60 anni della Rivista delle società su 'Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore', Venezia, 13-14 novembre 2015

WALLINGA M., *EU Investor Protection Regulation and Liability for Investment Losses. A Comparative Analysis of the Interplay between MiFID & MiFID II and Private Law*, Springer, Berlino, 2020, reperibile all'indirizzo: https://doi.org/10.1007/978-3-030-54001-2_4

Recenti pubblicazioni

34 – luglio 2025
Quaderni giuridici
Il *target market* nella disciplina della *product governance* quale presidio di tutela dell'investitore *retail*
F. Cambiano, D. Colonnello, M. Siri

33 – gennaio 2025
Quaderni giuridici
Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile
A. Bassi, M. Lamandini, G. Mollo, A. Troisi e F. Vella

32 – gennaio 2025
Quaderni giuridici
La *gamification* degli investimenti finanziari
C. Brescia Morra, D. Colonnello, M. Gargantini, G. Sandrelli e G. Trovatore

31 – maggio 2024
Quaderni giuridici
Assistenza finanziaria e "operazioni baciate"
A. Paolini, T.N. Poli;
con presentazione di C. Angelici

30 – gennaio 2024
Quaderni giuridici
Senior non-preferred bonds e tutela degli investitori
F. Ciraolo, F. Savasta

29 – maggio 2023
Quaderni giuridici
AI e abusi di mercato:
le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?
F. Consulich, M. Maugeri, C. Milia, T.N. Poli, G. Trovatore

28 – aprile 2023
Quaderni giuridici
La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore
F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi
con prefazione di A. Sciarrone Alibrandi

27 – marzo 2023
Quaderni giuridici
Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?
Atti del convegno ACF – ANSPC – Sapienza Università di Roma
Roma, Auditorium CONSOB, 24 ottobre 2022

26 – febbraio 2023
Quaderni giuridici
Autorità indipendenti, anticorruzione e *whistleblowing*: le questioni aperte
Atti del convegno CONSOB - AGCM - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma, Auditorium CONSOB, 14 ottobre 2022

25 – gennaio 2023
Quaderni giuridici

Tokenizzazione di azioni e azioni *tokens*
P. Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli;
con presentazione di A. Stagno d'Alcontres

11 – novembre 2022
Discussion papers

Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza
Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani
F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso

89 – settembre 2022
Quaderni di finanza

Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane
M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso

24 – giugno 2022
Quaderni giuridici

Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale:
una ricerca per un nuovo tipo di emittente
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi

23 – maggio 2022
Quaderni giuridici

Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini

10 – luglio 2021
Discussion papers

L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice

9 – gennaio 2021
Discussion papers

Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener

22 – ottobre 2020
Quaderni giuridici

The Prospectus Regulation. The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale
introduced by Carsten Gerner-Beuerle

88 – novembre 2019
Quaderni di finanza

Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita

21 – settembre 2019
Quaderni giuridici

A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018

20 – gennaio 2019
Quaderni giuridici

La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola