

Orientamenti

sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II

Indice

Orientamenti	3
1.Ambito di applicazione	3
2.Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni	4
3.Finalità	7
4.Conformità e obblighi di comunicazione.....	8
5.Orientamenti sull'applicazione dell'articolo 16, paragrafo 3, dell'articolo 16, paragrafo 6 e dell'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II	9

Orientamenti

1. Ambito di applicazione

A chi?

1. I presenti orientamenti si applicano:

- alle imprese;
- alle autorità competenti.

Oggetto

2. I presenti orientamenti si applicano in relazione alla produzione o alla distribuzione di strumenti finanziari e depositi strutturati. Essi si applicano in particolare in relazione alle seguenti disposizioni:

- i. articolo 9, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE ⁽¹⁾ (MiFID II);
- ii. articolo 16, paragrafo 3 e articolo 16, paragrafo 6, della direttiva MiFID II;
- iii. articolo 24, paragrafo 1 e articolo 24, paragrafo 2, della direttiva MiFID II;
- iv. articoli 9 e 10 della direttiva delegata (UE) 2017/593 ⁽²⁾ della Commissione (direttiva delegata MiFID II).

Tempistica

3. I presenti orientamenti si applicano due mesi dopo la data della loro pubblicazione sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE.

⁽¹⁾ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

⁽²⁾ Direttiva delegata (UE) 2017/593 della Commissione, del 7 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari (GU L 87 del 31.3.2017, pagg. 500-517).

2. Riferimenti normativi, abbreviazioni e definizioni

2.1 Riferimenti normativi

MiFID II	Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE ⁽³⁾
Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione	Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione, del 21 aprile 2021, che modifica il regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento ⁽⁴⁾
Regolamento delegato MiFID II	Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva ⁽⁵⁾
Regolamento ESMA	Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione ⁽⁶⁾

2.2 Abbreviazioni

ACP	Comitato consultivo in materia di proporzionalità
CE	Commissione europea
CSA	Azione comune di vigilanza

⁽³⁾ GU L 173 del 12.06.2014, pag. 349.

⁽⁴⁾ GU L 277 del 2.8.2021, pag. 1.

⁽⁵⁾ GU L 87 del 31.3.2017, pag. 1.

⁽⁶⁾ GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84.

DC	Documento di consultazione
ESMA	Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati
SEE	Spazio economico europeo
SEVIF	Sistema europeo di vigilanza finanziaria
SMSG	Gruppo delle parti interessate nel settore degli strumenti finanziari e dei mercati
UE	Unione europea

2.3 Definizioni

Distributore	Un'impresa che offre, raccomanda o vende un prodotto e un servizio a un cliente
Imprese	Le imprese di investimento (come definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della MiFID II) e gli enti creditizi (come definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 27, della MiFID II) quando prestano servizi e attività di investimento (come definiti nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 2 della MiFID II), le imprese di investimento e gli enti creditizi, quando vendono o consigliano ai clienti depositi strutturati, le società di gestione degli OICVM [secondo la definizione contenuta nell'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva OICVM ⁽⁷⁾] e i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) esterni [secondo la definizione contenuta nell'articolo 5, paragrafo 1, lettera a), della direttiva sui GEFIA ⁽⁸⁾] quando forniscono servizi di gestione di portafogli di investimento su base individuale o servizi accessori [ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 3, lettera a) e lettera b), della direttiva OICVM e dell'articolo 6, paragrafo 4, lettera a) e lettera b), della direttiva sui GEFIA], escludendo ogni caso in cui gli strumenti finanziari sono commercializzati o distribuiti esclusivamente a controparti qualificate (in conformità all'esenzione di cui all'articolo 16 <i>bis</i> della MiFID II)

⁽⁷⁾ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 32).

⁽⁸⁾ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (GU L 174 dell'1.7.2011, pagg. 1-73).

Prodotti	Strumenti finanziari (ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della MiFID II), escluse le obbligazioni senza nessun altro derivato incorporato se non una clausola make-whole in conformità all'esenzione di cui all'articolo 16 <i>bis</i> della MiFID II, e i depositi strutturati (ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della MiFID II)
Produttore	Un'impresa che realizza un prodotto, fra cui la creazione, lo sviluppo, l'emissione o la concezione di tale prodotto, compreso ove prestino consulenza agli emittenti societari sul varo di un nuovo prodotto

3. Finalità

4. I presenti orientamenti sono emanati ai sensi dell'articolo 16, paragrafo 1, del regolamento ESMA. Il loro obiettivo è di istituire prassi di vigilanza uniformi, efficienti ed efficaci nell'ambito del SEVIF e assicurare l'applicazione comune, uniforme e coerente dei requisiti della MiFID II sulla governance dei prodotti. Quale risultato della conformità con questi orientamenti, l'ESMA prevede un rafforzamento della protezione degli investitori.

4. Conformità e obblighi di comunicazione

4.1 Status degli orientamenti

5. Conformemente all'articolo 16, paragrafo 3, del regolamento ESMA, le autorità competenti e i partecipanti ai mercati finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi ai presenti orientamenti.
6. Le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti dovrebbero conformarsi integrandoli nei propri quadri giuridici e/o di vigilanza nazionali, a seconda dei casi, anche laddove vi siano orientamenti specifici diretti principalmente ai partecipanti ai mercati finanziari. In questo caso, le autorità competenti dovrebbero assicurare attraverso la loro attività di vigilanza che i partecipanti ai mercati finanziari si conformino agli orientamenti.

4.2 Obblighi di notifica

7. Entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE, le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti devono notificare all'ESMA se i) sono conformi, ii) non sono conformi, ma intendono conformarsi, o iii) non sono conformi e non intendono conformarsi agli orientamenti.
8. In caso di non-conformità, le autorità competenti devono inoltre notificare all'ESMA, entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE, i motivi della non-conformità.
9. Sul sito web dell'ESMA è disponibile un modello di notifica che deve essere compilato e trasmesso all'Autorità stessa.
10. I partecipanti ai mercati finanziari non sono tenuti a comunicare la propria conformità ai presenti orientamenti.

5. Orientamenti sull'applicazione dell'articolo 16, paragrafo 3, dell'articolo 16, paragrafo 6 e dell'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II

5.1 Disposizioni generali

11. In conformità dell'articolo 9, paragrafo 1, secondo comma, e dell'articolo 10, paragrafo 1, primo comma, della direttiva delegata MiFID II, i presenti orientamenti dovrebbero trovare un'applicazione adeguata e proporzionata, tenendo conto della natura del prodotto, del servizio di investimento e del mercato di riferimento del prodotto.
12. Quando un'impresa agisce al contempo in qualità di produttore e di distributore di prodotti, gli orientamenti in appresso si applicano secondo i casi e purché l'impresa adempia a tutti gli obblighi vigenti in capo al produttore e al distributore.
13. In generale, le imprese che agiscono in qualità di produttori e/o distributori dovrebbero motivare e documentare le scelte effettuate nel contesto dei loro dispositivi di governance dei prodotti, anche per quanto riguarda l'individuazione del mercato di riferimento e le relative strategie di distribuzione.

5.2 Orientamenti per i produttori

Individuazione del mercato di riferimento potenziale da parte del produttore: categorie di cui tenere conto

14. L'individuazione del mercato di riferimento potenziale da parte dei produttori non dovrebbe essere effettuata unicamente in base a criteri quantitativi, ma deve basarsi altresì su valutazioni qualitative sufficienti. Nell'individuare il mercato di riferimento di un prodotto, i produttori dovrebbero tenere inoltre conto dei risultati delle analisi di scenario e della struttura delle spese⁽⁹⁾ effettuate per il prodotto in questione⁽¹⁰⁾. In particolare, i servizi per il mercato di massa possono richiedere un'automazione dei processi e l'automazione si basa solitamente su formule o su metodologie algoritmiche che elaborano criteri quantitativi per i prodotti e per i clienti. I dati numerici sono di solito generati mediante sistemi di assegnazione di un punteggio (ad esempio, utilizzando caratteristiche del prodotto quali la volatilità degli strumenti finanziari, i rating degli emittenti, ecc. oppure mediante la «conversione» dei dati oggettivi in sistemi numerici). Per quanto concerne

⁽⁹⁾ I termini «analisi di scenario» e «struttura delle spese» si riferiscono alle analisi richieste rispettivamente ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 10 e dell'articolo 9, paragrafo 12, della direttiva delegata MiFID II.

⁽¹⁰⁾ Ad esempio, 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. Come altro esempio, 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 del prodotto e/o a rivalutare il mercato di riferimento. L'ESMA ha fornito indicazioni sull'applicazione del requisito dell'analisi della struttura delle spese nella Q&A 16.2-4 delle sue «Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics» (Domande e risposte sulle tematiche della protezione degli investitori e degli intermediari di MiFID II e MiFIR) (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf).

l'individuazione del mercato di riferimento, le imprese non dovrebbero affidarsi esclusivamente ai suddetti criteri quantitativi, ma dovrebbero soppesarli in misura sufficiente con valutazioni qualitative.

15. I produttori dovrebbero utilizzare l'elenco di categorie di cui ai presenti orientamenti come base per individuare il mercato di riferimento per i propri prodotti. L'elenco delle categorie è cumulativo: nel valutare il mercato di riferimento ogni produttore dovrebbe utilizzare ciascuna di tali categorie. In tal modo, un produttore dovrebbe analizzare la pertinenza di ciascuna categoria per un determinato prodotto e di conseguenza allineare il livello dell'individuazione in proporzione alla tipologia, alla natura e ad altre caratteristiche del prodotto (come descritto nei paragrafi da 19 a 31 degli orientamenti).
16. I produttori dovrebbero specificare/descrivere ciascuna di tali categorie, senza fonderle, tenendo conto nel contempo della loro relazione e garantendo la coerenza tra le diverse categorie, in quanto ognuna di esse contribuisce a definire il mercato di riferimento per un dato prodotto.
17. I produttori non dovrebbero escludere nessuna delle seguenti cinque categorie. Qualora, dal punto di vista del produttore, le cinque categorie fossero troppo restrittive per individuare un mercato di riferimento significativo, è possibile inserire categorie supplementari. 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.
18. I produttori sono tenuti a identificare un mercato di riferimento potenziale ⁽¹¹⁾. Dal momento che essi non hanno solitamente un contatto diretto con il cliente e in conformità all'articolo 9, paragrafo 9, comma 2, della direttiva delegata MiFID II, ciò significa che l'identificazione del proprio mercato di riferimento può basarsi, tra l'altro, sulle proprie conoscenze teoriche e sull'esperienza da essi maturata in merito al prodotto.
19. I produttori dovrebbero utilizzare il seguente elenco in cui figurano le cinque categorie.
 - a) Tipologia di clienti a cui è rivolto il prodotto: l'impresa dovrebbe precisare a quale tipologia di cliente è rivolto il prodotto. Tale precisazione dovrebbe essere fatta in base alla classificazione dei clienti di cui alla MiFID II di «clienti al dettaglio», «clienti professionali» e/o «controparti qualificate». Per evitare possibili abusi dell'esenzione di cui all'articolo 16 *bis* della direttiva MiFID II ⁽¹²⁾, la decisione di commercializzare o distribuire un prodotto esclusivamente alle controparti qualificate dovrebbe essere presa chiaramente ex ante (in sede di

⁽¹¹⁾ Cfr. l'articolo 9, paragrafo 9, della direttiva delegata MiFID.

⁽¹²⁾ Ai sensi dell'articolo 16 *bis* della MiFID II, un'impresa è, tra l'altro, esentata dagli obblighi di governance dei prodotti quando gli strumenti finanziari sono commercializzati o distribuiti esclusivamente alle controparti qualificate.

valutazione iniziale del mercato di riferimento o di esecuzione di riesami periodici), sulla base dei processi interni dell'impresa.

- b) Conoscenze ed esperienza: l'impresa dovrebbe precisare le conoscenze che i clienti di riferimento dovrebbero avere in merito a elementi quali: la tipologia di prodotto pertinente, le caratteristiche del prodotto e/o le conoscenze in aree tematiche correlate che aiutino a comprendere il prodotto. Ad esempio, per i prodotti strutturati con profili di rendimento complessi, le imprese potrebbero precisare che gli investitori di riferimento dovrebbero avere conoscenze inerenti al funzionamento di tale tipologia di prodotto e i risultati probabili derivanti dal prodotto. Per quanto concerne l'esperienza, l'impresa potrebbe descrivere l'esperienza pratica di cui i clienti di riferimento dovrebbero disporre mediante elementi quali: la tipologia del prodotto pertinente, le caratteristiche pertinenti del prodotto e/o l'esperienza in aree tematiche correlate. L'impresa potrebbe precisare, ad esempio, un periodo di tempo minimo di attività dei clienti all'interno dei mercati finanziari. In alcuni casi, le conoscenze e l'esperienza possono essere correlate (vale a dire che un investitore privo di esperienza o con un'esperienza limitata potrebbe essere un cliente di riferimento valido qualora la lacuna relativa all'esperienza fosse colmata da conoscenze approfondite).
- c) Situazione finanziaria con attenzione rivolta alla capacità di sostenere le perdite: l'impresa dovrebbe precisare la percentuale di perdite che i clienti di riferimento dovrebbero essere in grado di volere, e potere, sostenere (ad esempio, dalle perdite di minore entità alla perdita totale) e qualora sussistano obblighi di pagamento supplementari che potrebbero superare l'importo investito (ad esempio, le richieste di margini). Ciò potrebbe essere formulato altresì sotto forma di proporzione massima di attività oggetto dell'investimento.
- d) Tolleranza al rischio e compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato di riferimento: l'impresa dovrebbe precisare l'attitudine generale che i clienti di riferimento dovrebbero adottare in relazione ai rischi di investimento. Le attitudini fondamentali ai rischi dovrebbero essere classificate (ad esempio, «orientato al rischio o speculativo», «equilibrato», «prudente») e descritte con chiarezza. Dal momento che le varie imprese nella catena possono adottare approcci diversi per la definizione del rischio, l'impresa dovrebbe rendere espliciti i criteri da soddisfare al fine di classificare un cliente in tal senso. Le imprese dovrebbero utilizzare l'indicatore di rischio definito dal regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIP) ⁽¹³⁾ o la direttiva OICVM, ove applicabile, per soddisfare tale requisito. Se pertinente, le imprese dovrebbero anche considerare i rischi inclusi nella

⁽¹³⁾ Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 novembre 2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (GU L 352 del 9.12.2014, pagg. 1-23).

descrizione sotto l'indicatore di rischio sintetico dei PRIIPs, come il rischio di valuta e/o di liquidità.

- e) Esigenze e obiettivi dei clienti: l'impresa dovrebbe precisare gli obiettivi di investimento e le esigenze dei clienti di riferimento con cui un prodotto è compatibile, ivi compresi gli obiettivi finanziari più ampi dei clienti di riferimento o la strategia generale da essi seguita al momento di investire. Tali obiettivi possono essere «affinati con precisione» specificando gli aspetti particolari dell'investimento e le attese dei clienti di riferimento. Le esigenze e gli obiettivi specifici dei clienti che un prodotto dovrebbe soddisfare possono variare ed essere di natura specifica o più generica. Ad esempio, 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), tenendo debitamente conto dei potenziali impatti per i clienti di un'uscita anticipata (ad esempio in termini di costi).

20. Nell'ambito dell'ampia categoria degli obiettivi e delle esigenze dei clienti, l'impresa dovrebbe anche specificare eventuali obiettivi legati alla sostenibilità con cui il prodotto è compatibile. Per garantire un sufficiente livello di granularità del mercato di riferimento, nell'identificare gli obiettivi legati alla sostenibilità, le imprese possono specificare, se necessario, i seguenti aspetti (in linea con la definizione di «preferenze di sostenibilità» ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II⁽¹⁴⁾) e come ulteriormente dettagliato nelle linee guida dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di idoneità della MiFID II):

- a) la quota minima del prodotto investita in investimenti ecosostenibili, così come definiti all'articolo 2, punto 1, del regolamento (UE) 2020/852⁽¹⁵⁾;
- b) la quota minima del prodotto investita in investimenti sostenibili, così come definiti all'articolo 2, punto 17, del regolamento (UE) 2019/2088⁽¹⁶⁾ ⁽¹⁷⁾;
- c) quali principali impatti negativi (PAI) sui fattori di sostenibilità sono considerati dal prodotto, compresi i criteri quantitativi o qualitativi che dimostrano tale considerazione. Le imprese potrebbero utilizzare le categorie presentate nelle

⁽¹⁴⁾ Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 1).

⁽¹⁵⁾ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (GU L 198 del 22.6.2020, pag. 13).

⁽¹⁶⁾ Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (GU L 317 del 9.12.2019, pag. 1).

⁽¹⁷⁾ La proporzione minima del prodotto di cui ai due trattini precedenti è quella pubblicata nella documentazione contrattuale vincolante del prodotto, come quella di cui all'articolo 6 del regolamento (UE) 2019/2088 o in qualsiasi altro documento giuridico pertinente.

NTR dell'SFDR ⁽¹⁸⁾ (invece di un approccio basato su ciascun indicatore PAI) quali «emissioni», «prestazione energetica», «acqua e rifiuti», ecc.;

- d) se, ove pertinente, il prodotto si concentra su criteri ambientali, sociali o di governance o su una loro combinazione ⁽¹⁹⁾.

21. In base alle caratteristiche del prodotto specifico realizzato, la descrizione di una o più categorie di cui sopra può portare all'identificazione di un gruppo di clienti di riferimento ampio che potrebbe altresì comprendere un gruppo più ristretto. Ad esempio, se è considerato compatibile con i clienti di riferimento in possesso di conoscenze e di esperienza generali in materia, un prodotto sarà sicuramente compatibile con un livello elevato di conoscenze e di esperienza.

22. Al fine di evitare il rischio di fraintendimenti e di incomprensioni, i produttori dovrebbero definire in modo chiaro i concetti e la terminologia utilizzati in fase di definizione del mercato di riferimento per ognuna delle cinque categorie elencate al paragrafo 19 di cui sopra.

Individuazione del mercato di riferimento potenziale: differenziazione in base alla natura del prodotto realizzato

23. L'individuazione del mercato di riferimento potenziale dovrebbe essere effettuata per tutti i prodotti in misura adeguata e proporzionata, tenendo in considerazione la natura del prodotto. Ciò significa che l'individuazione del mercato di riferimento dovrebbe prendere in considerazione le caratteristiche del prodotto tra cui la complessità (compresa la struttura delle spese e degli oneri), il profilo di rischio/rendimento o la liquidità, oppure il carattere innovativo.

24. In questo contesto, i produttori dovrebbero definire e graduare adeguatamente il livello di complessità da attribuire ai prodotti realizzati per determinare il necessario livello di dettaglio con cui identificare il mercato di riferimento. Sebbene la complessità sia un termine relativo, che dipende da diversi fattori, le imprese dovrebbero tenere conto anche dei criteri e dei principi di cui all'articolo 25, paragrafo 4, della direttiva MiFID II.

25. Per i prodotti più complessi, quali i prodotti strutturati con profili di rendimento complessi, il mercato di riferimento dovrebbe essere individuato con maggiore cura. Per prodotti più semplici e più comuni, è probabile che l'identificazione del mercato di riferimento avvenga con cura minore ⁽²⁰⁾: in base al prodotto di investimento, la descrizione di una o più categorie di cui sopra può essere più generica; quanto più un prodotto è semplice, tanto meno una categoria può essere dettagliata.

⁽¹⁸⁾ Regolamento delegato (UE) 2022/1288 della Commissione, del 6 aprile 2022, che integra il regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio «non arrecare un danno significativo», che specificano il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e agli effetti negativi per la sostenibilità, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche (GU L 196 del 25.7.2022, pag. 1).

⁽¹⁹⁾ Come indicato al paragrafo 27, secondo trattino, degli Orientamenti dell'ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II (rif. ESMA35-43-3172).

⁽²⁰⁾ Cfr. il considerando 19 della direttiva delegata MiFID II.

26. Per alcuni prodotti particolarmente complessi e rischiosi, come i contratti per differenza (CFD) e altri prodotti con caratteristiche simili, i produttori 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.
27. I produttori possono inoltre decidere di definire il mercato di riferimento adottando un approccio comune per alcuni prodotti se questi presentano caratteristiche del prodotto sufficientemente comparabili («approccio di clustering»). Quando si adotta un approccio di clustering, i produttori dovrebbero utilizzare un livello di granularità sufficiente atto a garantire che siano raggruppati solo i prodotti con caratteristiche e tipologie di rischio sufficientemente comparabili (ovverosia, i cluster dovrebbero essere omogenei di per sé ed eterogenei nei confronti di altri cluster). Nel garantire l'individuazione di cluster omogenei, le imprese dovrebbero prestare particolare attenzione al livello di complessità dei prodotti, il che significa che quanto più complessi diventano i prodotti sottostanti di un cluster, tanto più granulare dovrebbe essere il clustering. In generale, per alcuni prodotti più complessi, si prevede che un approccio di clustering non sarà appropriato e che le imprese dovrebbero definire il mercato di riferimento a livello del singolo prodotto.
28. I produttori dovrebbero prendere in considerazione molteplici fattori chiave in sede di clustering di prodotti, quali: 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.
29. Quando si utilizza un approccio di clustering, il produttore dovrebbe sempre verificare e documentare per ogni prodotto specifico se appartiene a un determinato cluster e quindi se il mercato di riferimento identificato per questo cluster può essere assegnato a questo prodotto. A tal fine, nell'ambito di ciascun cluster dovrebbero essere specificati criteri chiari. In ogni caso, quando si utilizza un approccio di clustering, i produttori dovrebbero considerare i risultati delle analisi della struttura delle spese e dell'analisi di scenario di ciascun prodotto.

30. In ogni caso, anche quando si utilizza un approccio di clustering, il mercato di riferimento deve essere individuato a un livello di granularità tale da evitare gruppi di investitori le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi sono incompatibili rispetto al prodotto.
31. Per i prodotti personalizzati o su misura, il mercato di riferimento del prodotto sarà solitamente costituito dal cliente che ha ordinato il prodotto, salvo i casi in cui non sia altresì prevista la distribuzione del prodotto ad altri clienti.

Articolazione tra la strategia di distribuzione del produttore e la definizione del mercato di riferimento da parte del produttore

32. A norma dell'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II, il produttore garantisce che la propria strategia di distribuzione prevista sia coerente con il mercato di riferimento identificato e, a norma dell'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II, il produttore è tenuto ad adottare misure ragionevoli per garantire che i prodotti siano distribuiti nel mercato di riferimento individuato. Il produttore dovrebbe definire la propria strategia di distribuzione affinché tale strategia favorisca la vendita di ciascun prodotto nel mercato di riferimento di detto prodotto. Ne consegue che, quando il produttore può scegliere i distributori dei propri prodotti, il produttore fa del proprio meglio per selezionare i distributori con una tipologia di clienti e di servizi offerti compatibili con il mercato di riferimento del prodotto.
33. Nel definire la strategia di distribuzione, un produttore dovrebbe stabilire la portata delle informazioni dei clienti necessarie affinché il distributore valuti adeguatamente il mercato di riferimento del proprio prodotto. Il produttore dovrebbe pertanto proporre la tipologia di servizio di investimento attraverso cui i clienti di riferimento dovrebbero o potrebbero acquisire lo strumento finanziario. Qualora il prodotto sia considerato adeguato alla vendita senza consulenza, l'impresa potrebbe altresì precisare il canale di vendita di elezione.

5.3 Orientamenti per i distributori

Tempistiche e rapporto di valutazione del mercato di riferimento del distributore rispetto ad altri processi di governance dei prodotti.

34. L'individuazione del mercato di riferimento del distributore (ovverosia l'identificazione del mercato di riferimento «reale» per un determinato prodotto) dovrebbe rientrare nelle procedure decisionali generali in merito alla gamma di servizi e di prodotti che il distributore intende distribuire. Pertanto, l'effettiva identificazione del mercato di riferimento dovrebbe avvenire in una fase iniziale su base ex ante (ovverosia prima di iniziare l'attività quotidiana e/o prima di decidere se il prodotto debba essere incluso nell'offerta dell'impresa), sulla base delle politiche aziendali e delle strategie di distribuzione dell'impresa quali definite dall'organo di amministrazione. In particolare, l'individuazione del mercato di riferimento dei prodotti destinati alla distribuzione dovrebbe garantire che le decisioni adottate per definire l'assortimento di prodotti del distributore siano basate sulla considerazione delle caratteristiche, degli obiettivi e delle esigenze della clientela del distributore.

35. In particolare, i distributori dovrebbero assumersi la responsabilità di garantire, fin dall'inizio, la coerenza generale dei prodotti e/o dei servizi accessori che saranno offerti, e di scegliere quali prodotti offrire nell'ambito dei diversi servizi, per assicurare la compatibilità con le esigenze, le caratteristiche e gli obiettivi dei clienti di riferimento. Gli aspetti relativi a questa coerenza generale dei prodotti, dei servizi e delle strategie di distribuzione con i clienti di riferimento dovrebbero essere affrontati e formalizzati nella politica dell'impresa per quanto riguarda la politica dell'impresa relativa alla prestazione o offerta di servizi, attività, operazioni e prodotti. ⁽²¹⁾
36. Il processo decisionale riguardante il servizio e il prodotto associato al processo di identificazione del mercato di riferimento dovrebbe influenzare direttamente le modalità di svolgimento dell'attività quotidiana dell'impresa, in quanto le scelte dell'organo di amministrazione sono attuate a livello di gerarchia e di catena decisionale dell'impresa. Tali processi avranno congiuntamente un effetto diretto sulla compatibilità dei prodotti e dei servizi offerti e influenzeranno tutti gli altri processi pertinenti legati ai servizi forniti, in particolare la definizione degli obiettivi di bilancio e delle politiche sulla retribuzione del personale.
37. Le imprese dovrebbero concentrarsi soprattutto sui servizi di investimento attraverso cui i prodotti saranno offerti ai loro rispettivi mercati di riferimento. In tale contesto, l'ESMA si attende che la natura dei prodotti sia debitamente presa in considerazione, prestando particolare attenzione ai prodotti contraddistinti da caratteristiche di complessità/rischio o da altre caratteristiche pertinenti (quali, ad esempio, l'illiquidità e l'innovazione) ⁽²²⁾. Ad esempio, 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.
38. In particolare, i distributori dovrebbero decidere quali prodotti saranno raccomandati (anche mediante la gestione del portafoglio) oppure offerti o commercializzati in modo attivo a determinati gruppi di clienti (contraddistinti da caratteristiche comuni in termini di conoscenze, esperienza, situazione finanziaria, ecc.). I distributori dovrebbero decidere altresì quali prodotti saranno messi a disposizione dei clienti (esistenti o potenziali), su

⁽²¹⁾ In linea con l'articolo 9, paragrafo 3, lettera b), della MiFID II.

⁽²²⁾ Ciò è conforme al considerando 18 della direttiva delegata MiFID II, che precisa: «in base ai requisiti definiti dalla direttiva 2014/65/UE e nell'interesse della tutela degli investitori, le regole di governance dei prodotti dovrebbero applicarsi a tutti i prodotti venduti sui mercati primari e secondari, indipendentemente dal tipo di prodotto o di servizio prestato e dai requisiti applicabili al punto vendita. Tuttavia, tali regole possono essere applicate in modo proporzionato in base alla complessità del prodotto e al livello di reperibilità delle informazioni pubblicamente disponibili, tenendo conto della natura dello strumento, del servizio di investimento e del mercato di riferimento. La proporzionalità implica che queste regole potrebbero essere relativamente semplici per taluni prodotti semplici distribuiti in regime di sola esecuzione ove tali prodotti fossero compatibili con le esigenze e le caratteristiche del mercato di vendita al dettaglio di massa».

propria iniziativa, mediante i servizi di esecuzione senza una commercializzazione attiva, tenendo presente che in tali situazioni il livello di informazioni disponibili relative ai clienti può essere estremamente limitato.

39. Nelle stesse fasi decisionali generali, i distributori dovrebbero valutare quali strategie di distribuzione debbano essere utilizzate per i diversi gruppi di clienti, compreso il modo in cui i prodotti saranno commercializzati. In particolare, quando le imprese intendono utilizzare pratiche di incoraggiamento e di coinvolgimento digitale, come le tecniche di ludicizzazione ⁽²³⁾ per la distribuzione di determinati prodotti, i distributori devono valutare attentamente se l'utilizzo di tali tecniche sia nel migliore interesse del gruppo di clienti per il quale tali strategie verrebbero utilizzate. I distributori dovrebbero pertanto determinare a quali gruppi di clienti saranno resi disponibili tali servizi, sulla base delle caratteristiche dei clienti o potenziali clienti. Tuttavia, alcune tecniche di ludicizzazione [come quelle utilizzate nelle applicazioni di negoziazione progettate per spingere il (potenziale) cliente verso un comportamento dannoso, ad esempio massimizzare il numero di negoziazioni] non saranno mai nell'interesse del cliente. Inoltre, le pratiche di incoraggiamento e coinvolgimento digitale possono contribuire alla distribuzione di prodotti al di fuori del loro mercato di riferimento. Nel determinare il mercato di riferimento dei loro servizi, i distributori dovrebbero prestare particolare attenzione anche alle situazioni in cui un pacchetto di servizi sarà fornito ai clienti, come ad esempio i servizi di esecuzione e il servizio accessorio di concessione di prestiti che consente al cliente di effettuare la transazione.
40. In ogni caso, laddove sulla base di tutte le informazioni e di tutti i dati che possono essere a disposizione dei distributori e che sono raccolti attraverso servizi accessori o di investimento oppure tramite altre fonti, ivi comprese le informazioni ottenute dai produttori, il distributore giudichi che un determinato prodotto non sarà mai compatibile rispetto alle esigenze e alle caratteristiche dei propri clienti esistenti o potenziali, non dovrebbe includere il prodotto nella propria gamma di prodotti (vale a dire i prodotti che saranno a essi offerti nell'ambito della fornitura di tali servizi di investimento).

Relazione tra gli obblighi di governance dei prodotti e la valutazione dell'idoneità o dell'adeguatezza

41. 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, 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

⁽²³⁾ Le tecniche di ludicizzazione aggiungono giochi o elementi competitivi simili a essi a contesti diversi dai giochi, quali i servizi finanziari. Esempi di elementi simili ai giochi sono l'ottenimento di punti o badge, il mantenimento di punteggi o classifiche, la visualizzazione di grafici delle prestazioni, l'utilizzo di storie significative o di avatar per coinvolgere gli utenti, o l'introduzione di compagni di squadra per indurre il conflitto, la cooperazione o la competizione. La ludicizzazione è un tipo di pratica di coinvolgimento digitale che può essere utilizzata; a sua volta, le pratiche di coinvolgimento digitale si riferiscono al modo in cui gli utenti interagiscono attivamente con un'applicazione o una piattaforma software.

obiettivi il prodotto è stato concepito, piuttosto che a un altro gruppo di clienti per cui il prodotto potrebbe non essere compatibile.

Individuazione del mercato di riferimento da parte del distributore: categorie di cui tenere conto

42. I distributori dovrebbero utilizzare il medesimo elenco di categorie utilizzate dai produttori (cfr. paragrafi 19 e 20) come base per definire il mercato di riferimento per i loro prodotti, evitando anche la fusione di due o più categorie (cfr. paragrafo 16). Tuttavia, i distributori dovrebbero definire il mercato di riferimento a un livello più concreto e dovrebbero tenere in considerazione la tipologia di clienti a cui forniscono servizi di investimento, la natura dei prodotti, la tipologia di servizi di investimento da essi fornita e il livello del dettaglio delle informazioni raccolte dai clienti. In tale contesto, 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.
43. 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. In questo modo, una serie di limiti è contemplata a un livello più astratto.
44. D'altra parte, il distributore deve specificare il mercato di riferimento reale, tenendo in considerazione i confini del mercato di riferimento potenziale definito dal produttore. I distributori dovrebbero definire il proprio mercato di riferimento in base alle informazioni e alle conoscenze che hanno della propria clientela e in base alle informazioni ricevute dal produttore (se del caso) o alle informazioni ottenute dal distributore stesso tramite indagini documentarie (soprattutto nei casi in cui il distributore sia una nuova impresa che non dispone tuttavia di informazioni sufficientemente concrete sui propri clienti). 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.

45. A tal fine, i distributori dovrebbero effettuare un'analisi approfondita delle caratteristiche della propria clientela, vale a dire i clienti esistenti e i clienti potenziali (ad esempio, un distributore può avere clienti con depositi bancari a cui intende offrire servizi di investimento). I distributori dovrebbero utilizzare qualsiasi informazione e dato ritenuto ragionevolmente utile e disponibile a tal fine che possa essere a disposizione dei distributori e che possa essere ottenuto mediante servizi accessori o di investimento. Potrebbero inoltre utilizzare qualsiasi informazione e dato ritenuto ragionevolmente utile e disponibile che possa essere a disposizione dei distributori e che possa essere raccolto tramite fonti diverse dalla fornitura di servizi accessori o di investimento.
46. Nella ridefinizione più precisa del mercato di riferimento del produttore, il distributore non dovrebbe scostarsi dalle decisioni fondamentali adottate in merito. I distributori non possono tuttavia affidarsi unicamente al mercato di riferimento del produttore senza tenere in considerazione l'adeguatezza del mercato di riferimento definito dal produttore per la propria clientela. A tal fine, i distributori dovrebbero applicare e attenersi a un processo dedicato da attuare in tutti i casi. Tale processo è soggetto alla proporzionalità, vale a dire che il controllo e, ove necessario, la ridefinizione più precisa del mercato di riferimento dei produttori da parte del distributore dovrebbero essere più approfonditi per i prodotti più complessi e potrebbero essere meno approfonditi per i prodotti più semplici e più comuni. Per garantire un controllo adeguato di tali prodotti più complessi, i distributori dovrebbero anche determinare se, oltre alla descrizione del mercato di riferimento dei produttori, necessitano di accedere a valutazioni sottostanti quali i risultati delle analisi dello scenario e della struttura delle tariffe del produttore. Qualora, a seguito del processo, il distributore giunga alla conclusione che non sia necessario ridefinire con maggiore precisione il mercato di riferimento del produttore, il distributore può utilizzare tal quale il mercato di riferimento del produttore.
47. I distributori possono anche decidere di definire il mercato di riferimento adottando un approccio di clustering per alcuni prodotti, in linea con i principi di garantire un sufficiente livello di granularità come indicato nei paragrafi 27-30. Ad esempio, nel garantire che solo gli OICVM con caratteristiche sufficientemente comparabili siano raggruppati ai fini dell'identificazione del mercato di riferimento, i fattori di differenziazione sarebbero i tipi di classi di attività in cui l'OICVM investe, la sua strategia di investimento, i rischi, la struttura tariffaria (ad esempio, il livello e i tipi di costi), l'eventuale leva finanziaria utilizzata, ecc. Tali fattori dovrebbero essere utilizzati in modo cumulativo.
48. La valutazione del mercato di riferimento del distributore è solitamente effettuata a seguito della comunicazione a costoro da parte del produttore del proprio mercato di riferimento. È tuttavia possibile che produttore e distributore definiscano al contempo il mercato di riferimento del produttore e il mercato di riferimento del distributore, ivi compreso qualsiasi riesame e processo di perfezionamento. Ciò può verificarsi, ad esempio, qualora il produttore e il distributore sviluppino congiuntamente una norma per il mercato di riferimento comune riguardante i prodotti da essi solitamente commercializzati. Il produttore e il distributore mantengono la propria responsabilità derivante dagli obblighi di individuazione di un mercato di riferimento, a norma della MiFID II e della direttiva delegata MiFID II e in base alle ulteriori precisazioni di cui ai presenti orientamenti per

l'individuazione di un mercato di riferimento. I produttori sono tenuti altresì ad adottare misure ragionevoli per garantire che i prodotti siano distribuiti nel mercato di riferimento identificato e i distributori siano tenuti a garantire che i prodotti siano offerti o raccomandati solo qualora rispondano agli interessi dei clienti.

49. Nel definire la propria gamma di prodotti, i distributori dovrebbero prestare un'attenzione particolare alle situazioni in cui non sarebbero in grado di svolgere una valutazione approfondita del mercato di riferimento a causa della tipologia di servizi da essi forniti (in particolare, i servizi di esecuzione nel quadro della verifica dell'adeguatezza o del regime di sola esecuzione). Ciò è soprattutto importante per i prodotti contraddistinti da caratteristiche di complessità/rischio (o da caratteristiche di altra natura pertinenti quali, ad esempio, l'illiquidità o l'innovazione) nonché per le situazioni tali da fare insorgere conflitti di interesse significativi (come, ad esempio, in relazione ai prodotti emessi dall'impresa stessa o da altre entità all'interno del gruppo). In siffatte circostanze, è fondamentale che i distributori tengano debitamente in considerazione tutte le informazioni pertinenti fornite dal produttore del prodotto, in termini sia di mercato di riferimento sia di strategia di distribuzione.

Individuazione del mercato di riferimento: differenziazione in base alla natura del prodotto distribuito

50. L'individuazione del mercato di riferimento da parte del distributore dovrebbe essere effettuata altresì in modo adeguato e proporzionato, tenendo in considerazione la natura del prodotto, in linea con quanto descritto nei paragrafi da 23 a 31.
51. Laddove il produttore abbia individuato un mercato di riferimento per prodotti più semplici e più comuni, non è necessario che l'identificazione del mercato di riferimento del distributore porti a una ridefinizione più precisa del mercato di riferimento del produttore.

Individuazione e valutazione del mercato di riferimento da parte del distributore: interazione con i servizi di investimento

52. Come evidenziato in precedenza, i distributori devono individuare e valutare le circostanze, così come le esigenze del gruppo di clienti a cui intendono concretamente offrire o raccomandare un prodotto, al fine di garantire la compatibilità tra tale prodotto e i rispettivi clienti di riferimento. Tale obbligo dovrebbe essere applicato in modo proporzionato non solo in base alla natura del prodotto (cfr. paragrafo 50), ma anche in base alla tipologia di servizi di investimento forniti dalle imprese.
53. A tale proposito, va notato che, da un lato, la valutazione ex ante del mercato di riferimento reale è influenzata dai servizi forniti, poiché può essere effettuata in modo più o meno approfondita in base al livello di informazioni disponibili relative ai clienti, che a sua volta dipende dalla tipologia di servizi forniti e dalle norme di condotta relative alla rispettiva fornitura (in particolare, la consulenza in materia di investimenti e la gestione del portafoglio consente l'acquisizione di una serie più ampia di informazioni sui clienti rispetto agli altri servizi). Dall'altro lato, la valutazione del mercato di riferimento incide sulla decisione in merito alla tipologia di servizi che saranno forniti in relazione alla natura del prodotto

nonché alle circostanze e alle esigenze dei clienti di riferimento individuati, tenendo presente che il livello di tutela dell'investitore varia in base ai diversi servizi di investimento, a seconda delle norme applicate al punto vendita. In particolare, la consulenza in materia di investimenti e i servizi di gestione del portafoglio consentono un livello di tutela maggiore per gli investitori, rispetto ad altri servizi forniti nel quadro del regime dell'adeguatezza o nel quadro del regime di sola esecuzione.

54. È pertanto previsto che i distributori, quando definiscono la propria gamma di prodotti, prestino particolare attenzione alle situazioni in cui potrebbero non essere in grado di svolgere una valutazione approfondita del mercato di riferimento a causa della tipologia di servizi da essi fornita. In particolare, laddove i distributori prestino unicamente servizi di esecuzione con valutazione dell'adeguatezza (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. il paragrafo 19, lettera b)]; laddove prestino unicamente servizi di esecuzione nel quadro del regime di sola esecuzione, non sarà solitamente possibile nemmeno la valutazione dell'esperienza e delle conoscenze dei clienti ⁽²⁴⁾. A questo proposito, le imprese dovrebbero prestare particolare attenzione alla strategia di distribuzione suggerita dal produttore (cfr. paragrafo 33 e paragrafo da 59 a 61).
55. Ciò vale soprattutto per i 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), tenendo altresì in considerazione il limitato livello di tutela garantita ai clienti al punto vendita mediante la verifica dell'adeguatezza (oppure la totale mancanza di tutela, nel caso della sola esecuzione). In tali circostanze, è fondamentale che i distributori tengano debitamente in considerazione tutte le informazioni pertinenti fornite dal produttore del prodotto, in termini sia di mercato di riferimento potenziale sia di strategia di distribuzione. Ad esempio, se il mercato di riferimento del produttore descrive un prodotto con caratteristiche particolari che non necessitano unicamente di conoscenze e di esperienza approfondite da parte del cliente, ma anche di situazioni finanziarie specifiche nonché di obiettivi/esigenze particolari, il distributore può decidere di adottare un approccio prudente non inserendolo nella propria gamma di prodotti (anche se l'impresa sarebbe nella posizione di valutare ex ante la compatibilità di tale prodotto rispetto alla propria clientela in termini di conoscenze e di esperienza).
56. Inoltre, tenendo conto del fatto che la tutela del cliente diminuisce se l'informazione disponibile non è sufficiente a garantire una valutazione completa del mercato di riferimento, i distributori possono decidere altresì di lasciare agire i clienti senza la dovuta

⁽²⁴⁾ Come sopra indicato (cfr. il paragrafo 45), 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 o di sola esecuzione potrebbero essere nella posizione di svolgere una valutazione più approfondita del mercato di riferimento.

consulenza dopo averli avvertiti del fatto che l'impresa non è nella posizione di valutare la loro piena compatibilità rispetto a tali prodotti. In ogni caso, come indicato al paragrafo 60, la presente decisione dovrebbe sempre basarsi sulla considerazione delle caratteristiche del prodotto (ad esempio in termini di costi/complessità), nonché su altre situazioni pertinenti (come l'insorgere di conflitti di interesse in caso di autocollocamento o di incentivi). Pertanto, i prodotti non dovrebbero essere distribuiti nell'ambito delle vendite non consigliate se il distributore non può ragionevolmente aspettarsi (vale a dire ex-ante) che la strategia di distribuzione del prodotto (compresa la strategia di marketing e di informazione) consentirà in generale al prodotto di raggiungere il mercato di riferimento identificato. Allo stesso modo, fornire un'avvertenza sul fatto che l'impresa non è in grado di valutare la piena compatibilità di un cliente con un prodotto non esime quest'ultima dall'obbligo di riesaminare i prodotti, tenendo conto anche di eventuali vendite al di fuori del mercato di riferimento (cfr. anche paragrafo 72).

57. Al contrario, qualora i distributori abbiano intenzione di avvicinare i clienti o i clienti potenziali in qualsiasi modo per raccomandare o commercializzare in modo attivo un prodotto o per prendere in considerazione tale prodotto ai fini della gestione del portafoglio, in tal caso una valutazione approfondita del mercato di riferimento dovrebbe essere svolta in ogni caso.

Strategia di distribuzione del distributore

58. Il distributore dovrebbe tenere in considerazione la strategia di distribuzione individuata dal produttore e dovrebbe riesaminarla in modo critico. Tuttavia, in definitiva, anche nel caso in cui un produttore sia un'entità non soggetta alla MiFID II e pertanto non obbligata a identificare una strategia di distribuzione, il distributore dovrebbe definire la propria strategia di distribuzione alla luce delle informazioni sulla propria clientela e della tipologia di servizi forniti.
59. Considerando la natura del prodotto e del servizio di investimento, i distributori dovrebbero affinare la strategia di distribuzione individuata dal produttore tenendo conto delle caratteristiche della base di clienti del distributore. In particolare, nell'effettuare tale affinamento, qualora il distributore ritenga che un prodotto più complesso con un mercato di riferimento relativamente ristretto possa essere distribuito anche nell'ambito di servizi non consigliati, dovrebbe individuare misure supplementari per garantire che la strategia di distribuzione sia compatibile con il mercato di riferimento del prodotto. In questi casi, i distributori dovrebbero considerare aspetti quali:
- che strategia di commercializzazione dovrebbe essere seguita per il prodotto [ad esempio, commercializzazione attiva, uso di tecniche di incoraggiamento e/o ludicizzazione ⁽²⁵⁾, «finfluencer», ecc.] Ad esempio, un distributore potrebbe decidere

⁽²⁵⁾ Un influencer è solitamente qualcuno che è attivo sui social media e ha:

- il potere di influenzare le decisioni di acquisto di terzi a causa della sua autorità, delle sue conoscenze, della sua posizione o del suo rapporto con il pubblico; e,
- un seguito in una nicchia distinta, con cui si impegna attivamente. La dimensione dei seguenti elementi dipende dalla dimensione del suo argomento di nicchia.

Nel caso di un «finfluencer», l'influencer genera contenuti su temi finanziari quali gli investimenti.

di rendere disponibile un prodotto più complesso solo su richiesta del cliente e di non commercializzarlo attivamente o di non utilizzare tecniche di ludicizzazione o influencer nella distribuzione di tale prodotto ai propri clienti; e,

- se e come il prodotto dovrebbe essere visualizzato nell'ambiente di scelta del cliente. 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.

60. In particolare, pur tenendo in debita considerazione la strategia di distribuzione del produttore suggerita, il distributore potrebbe decidere di seguire un'impostazione più prudente prestando servizi di investimento che offrano un livello di tutela maggiore agli investitori, come ad esempio la consulenza in materia di investimenti. Ad esempio, qualora il produttore ritenga che le caratteristiche di un dato prodotto siano compatibili con una strategia di distribuzione che prevede servizi senza consulenza, il distributore può anche decidere che le caratteristiche dei propri clienti esistenti o potenziali (ad esempio, conoscenze molto limitate o inesperienza in materia di investimenti in tale tipologia di prodotto, una situazione di instabilità finanziaria e obiettivi nel brevissimo termine) sono tali per cui la consulenza in materia di investimenti sarebbe la scelta più adeguata per garantire la tutela dei loro interessi.

61. Al contrario, il distributore potrebbe invece decidere, in determinate circostanze, di adottare un'impostazione meno prudente rispetto alla strategia di distribuzione definita dal produttore. Ad esempio, qualora il produttore ritenga che un dato prodotto, a causa delle sue caratteristiche specifiche, debba essere offerto con una consulenza in materia di investimenti, il distributore potrebbe anche rendere disponibile il prodotto, mediante servizi di esecuzione, a un segmento specifico di clienti. In siffatte situazioni, l'ESMA si aspetta che il distributore agisca in tal senso solo a seguito di un'analisi approfondita delle caratteristiche dei prodotti e dei clienti di riferimento. Tale decisione dovrebbe inoltre essere comunicata al produttore in quanto parte dell'obbligo del distributore di fornire informazioni sulle vendite al produttore affinché quest'ultimo possa tenerla in considerazione nei propri processi di governance del prodotto e nella fase di selezione dei distributori idonei (come descritto nei paragrafi 32 e 33).

Gestione del portafoglio, approccio di portafoglio, copertura e diversificazione

62. Quando viene fornita consulenza in materia di investimenti, che adotta un approccio di portafoglio e una gestione del portafoglio al cliente, il distributore può utilizzare i prodotti ai fini della diversificazione e della copertura. In tale contesto, i prodotti possono essere venduti al di fuori del mercato di riferimento dei prodotti, qualora il portafoglio nel complesso o la combinazione di uno strumento finanziario con la propria copertura sia idoneo/a per il cliente. Le vendite al di fuori del mercato di riferimento positivo del prodotto possono verificarsi anche in relazione agli obiettivi di sostenibilità del prodotto, a

condizione che l'approccio sia coerente con l'approccio delineato negli orientamenti dell'ESMA in materia di adeguatezza ⁽²⁶⁾.

63. L'individuazione di un mercato di riferimento da parte del distributore non pregiudica la valutazione dell'idoneità. Ciò significa che, in determinati casi, possono verificarsi divergenze tollerabili tra l'individuazione del mercato di riferimento e l'idoneità su base individuale del cliente se la raccomandazione o la vendita del prodotto adempie ai requisiti di idoneità applicati sotto il profilo del portafoglio nonché a tutti i requisiti giuridici di altra natura applicabili (compresi quelli relativi alla comunicazione, al rilevamento e alla gestione dei conflitti di interesse, alla retribuzione e agli incentivi).
64. La prestazione di consulenza in materia di investimenti, l'adozione di un approccio di portafoglio o i servizi di gestione del portafoglio non esentano l'impresa dalla definizione di un mercato di riferimento per ciascun prodotto da distribuire e dal monitoraggio degli scostamenti dal mercato di riferimento per garantire che i prodotti siano distribuiti esclusivamente al di fuori del mercato di riferimento quando ciò sia giustificato ai fini della diversificazione o della copertura. A tal uopo, le deviazioni dalle categorie di mercato di riferimento del prodotto «tipo di cliente» e «conoscenza ed esperienza dei clienti» non possono essere giustificate a fini di diversificazione o di copertura. Tuttavia, nel caso della gestione del portafoglio, data la natura specifica del servizio, il livello di «conoscenza ed esperienza dei clienti» del mercato di riferimento può tenere conto dell'approccio definito negli orientamenti di adeguatezza dell'ESMA ⁽²⁷⁾.
65. Non è necessario che il distributore comunichi al produttore le vendite al di fuori del mercato di riferimento positivo, qualora le vendite avvengano ai fini della diversificazione e della copertura e qualora siano ancora idonee rispetto al portafoglio totale del cliente o al rischio coperto.
66. Le vendite di prodotti nel mercato di riferimento negativo dovrebbero sempre essere comunicate al produttore e divulgate al cliente, anche qualora tali vendite avvengano ai fini della diversificazione o della copertura. Inoltre, anche laddove rispondano ai fini della diversificazione, le vendite nel mercato di riferimento negativo dovrebbero avvenire raramente (cfr. anche i paragrafi da 80 a 88).

Riesame periodico da parte del produttore e del distributore volto alla rispettiva valutazione qualora i prodotti e i servizi raggiungano il mercato di riferimento

67. In conformità all'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II e agli articoli 9 e 10 della direttiva delegata MiFID II, è necessario che i produttori e i distributori riesaminino periodicamente i prodotti per verificare che il prodotto resti coerente con le esigenze, le caratteristiche e gli

⁽²⁶⁾ Paragrafo 88 degli Orientamenti dell'ESMA sull'adeguatezza (ESMA35-43-3172).

⁽²⁷⁾ In particolare, il secondo trattino del paragrafo 38 degli orientamenti dell'ESMA sull'adeguatezza spiega: «(...) 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.»

obiettivi, compresi eventuali obiettivi connessi alla sostenibilità, del mercato di riferimento identificato e che la prevista strategia di distribuzione continui a essere appropriata.

68. Le imprese dovrebbero utilizzare criteri sia quantitativi che qualitativi per riesaminare i prodotti, 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). Le imprese dovrebbero determinare la frequenza e la profondità del riesame dei prodotti, tenendo conto della natura del prodotto e, se del caso, del servizio. Ad esempio, 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. Un produttore che abbia fornito consulenza a un emittente societario in merito al varo di un nuovo prodotto può altresì applicare l'obbligo di riesame per tale prodotto in modo proporzionato, indipendentemente dal fatto che si tratti di un prodotto più semplice o più complesso.
69. I produttori dovrebbero valutare, in modo proporzionato, le informazioni di cui necessitano per completare il riesame e come raccogliere tali informazioni. In linea con il considerando 20 della direttiva delegata MiFID II, le informazioni pertinenti potrebbero comprendere, ad esempio, le informazioni relative ai canali di distribuzione utilizzati, alla percentuale di vendite effettuata al di fuori del mercato di riferimento, alle informazioni sintetiche sui tipi di clienti, a una sintesi dei reclami pervenuti e ai quesiti suggeriti dal produttore a un campione di clienti per ottenere un riscontro. Tali informazioni possono essere in forma aggregata e non è necessario che siano fornite per ciascuno strumento o per ciascuna vendita.
70. Per favorire i riesami da parte dei produttori, i distributori devono fornire loro informazioni sulle vendite e, se del caso, qualsiasi informazione pertinente che possa essere ottenuta attraverso il riesame periodico del distributore. Ogniqualvolta i distributori dispongono di informazioni rilevanti a supporto delle revisioni da parte dei produttori, devono fornirle proattivamente al produttore e non fornire tali informazioni solo su richiesta di quest'ultimo. I distributori dovrebbero inoltre tenere in considerazione i dati e le informazioni da cui possono dedurre di aver erroneamente identificato il mercato di riferimento per un prodotto o servizio specifico o qualora il prodotto o il servizio non soddisfa più le condizioni del mercato di riferimento identificato, ad esempio quando il prodotto non è più liquido o diviene molto volatile a causa delle oscillazioni del mercato. Dette informazioni sono soggette al principio di proporzionalità, possono generalmente essere in forma aggregata e non è solitamente necessario che vengano fornite per ciascuno strumento o per ciascuna vendita. Le informazioni relative a strumenti specifici dovrebbero essere fornite nei casi di particolare importanza per determinati strumenti singoli (ad esempio qualora il distributore giunga alla conclusione che un mercato di riferimento per un prodotto specifico sia stato erroneamente definito).

71. In relazione alla comunicazione di informazioni sulle vendite al di fuori del mercato di riferimento del produttore, i distributori dovrebbero essere in grado di comunicare qualsiasi decisione adottata finalizzata alla vendita al di fuori del mercato di riferimento o ad ampliare la strategia di distribuzione raccomandata dal produttore nonché le informazioni sulle vendite al di fuori del mercato di riferimento (ivi comprese le vendite all'interno del mercato di riferimento negativo), tenendo in considerazione le eccezioni di cui al paragrafo 65.
72. Ai fini del loro riesame, i distributori dovrebbero determinare le informazioni di cui hanno bisogno per poter trarre conclusioni affidabili sul fatto che i prodotti siano stati distribuiti al mercato di riferimento identificato. Per poter trarre tali conclusioni affidabili, le imprese potrebbero dover raccogliere ulteriori informazioni sui loro clienti. Inoltre, le imprese dovrebbero riconsiderare la loro strategia di distribuzione di prodotti più complessi distribuiti attraverso vendite non consigliate, se, ad esempio, il riesame dimostra che tali prodotti sono troppo spesso distribuiti al di fuori del mercato di riferimento positivo (o addirittura nel mercato di riferimento negativo).
73. I distributori sono tenuti a riesaminare i prodotti finché questi vengono offerti, venduti o raccomandati. Ad esempio, quando un distributore non offre ⁽²⁸⁾, vende o raccomanda ⁽²⁹⁾ più un prodotto, il distributore non è più obbligato a riesaminare il mercato di riferimento di tale prodotto, sebbene un cliente possa ancora avere investimenti in tale prodotto. Qualora un distributore raccomandi ai suoi clienti di detenere un prodotto che non offre o non vende più, dovrebbe comunque procedere a un riesame del mercato di riferimento di tale prodotto prima di formulare tale raccomandazione.

Distribuzione di prodotti realizzati da entità non soggette agli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II

74. Le imprese che distribuiscono prodotti non realizzati da entità soggette agli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II sono tenute a esercitare la *due diligence* necessaria per prestare ai propri clienti servizi e sicurezza a un livello 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.
75. Nel caso in cui un prodotto non sia stato concepito in conformità degli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II (ad esempio, nel caso di prodotti emessi da entità non soggette agli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II), ciò può influire sul processo di acquisizione delle informazioni o sull'identificazione del mercato di riferimento.
- Definizione di mercato di riferimento: il distributore determina il mercato di riferimento anche qualora quest'ultimo non sia definito dal produttore ⁽³⁰⁾ (cfr. il paragrafo 42). Di conseguenza, anche laddove l'impresa non riceva una descrizione del mercato di riferimento dal produttore o informazioni sul processo di approvazione del prodotto,

⁽²⁸⁾ In questo contesto, il termine «offerto» ha una vasta applicazione e dovrebbe essere inteso in senso lato.

⁽²⁹⁾ Un'impresa raccomanda un prodotto a un cliente se consiglia a quest'ultimo di acquistare, detenere o vendere un prodotto.

⁽³⁰⁾ Cfr. l'articolo 10, paragrafo 1, della direttiva delegata MiFID II.

essa deve definire il «proprio» mercato di riferimento. Ciò dovrebbe essere conseguito in modo adeguato e proporzionato (cfr. il paragrafo 23).

- Processo di raccolta delle informazioni: i distributori adottano tutte le misure ragionevoli per garantire che il livello delle informazioni ottenute sul prodotto dal produttore sia affidabile e appropriato, al fine di garantire che i prodotti siano distribuiti in conformità alle caratteristiche, agli obiettivi e alle esigenze del mercato di riferimento ⁽³¹⁾. Laddove non siano disponibili al pubblico tutte le informazioni pertinenti (ad esempio, mediante il documento contenente le informazioni chiave – KID – dei PRIIP o con un prospetto), le misure ragionevoli dovrebbero comprendere il raggiungimento di un accordo con il produttore o con il suo agente per ottenere tutte le informazioni pertinenti che consentano al distributore di svolgere la valutazione del mercato di riferimento. Le informazioni disponibili al pubblico possono essere accettate solo se chiare, affidabili e presentate per adempiere ai requisiti normativi ⁽³²⁾. Ad esempio, le informazioni divulgate in conformità degli obblighi della direttiva sul prospetto, della direttiva sulla trasparenza, della direttiva OICVM, della direttiva GEFIA o degli obblighi equivalenti di un paese terzo sono accettabili.

76. L'obbligo di cui al paragrafo 75 è pertinente per i prodotti venduti sui mercati primari e secondari e si applica in modo proporzionato, a seconda del grado di disponibilità di informazioni pubblicamente disponibili e della complessità del prodotto ⁽³³⁾. Di conseguenza, le informazioni sui prodotti più semplici e più comuni, quali le azioni ordinarie, non necessiteranno solitamente di un accordo con il produttore, ma possono essere ricavate dalle molteplici fonti di informazione pubblicate a fini normativi per tali prodotti.

77. Se il distributore non è nella posizione di ottenere in alcun modo informazioni sufficienti sui prodotti creati dalle entità non soggette agli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II, l'impresa potrebbe non essere in grado di adempiere ai propri obblighi nel quadro della MiFID II e dovrebbe pertanto evitare di inserirli nella propria gamma di prodotti.

Applicazione degli obblighi di governance dei prodotti alla distribuzione dei prodotti realizzati prima della data di applicazione della MiFID II

78. I prodotti che sono stati realizzati prima del 3 gennaio 2018, e continuano a essere distribuiti agli investitori, dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione degli obblighi di governance dei prodotti per i distributori tra cui, in particolare, l'obbligo relativo alla determinazione di un mercato di riferimento per un prodotto. In siffatto contesto, il distributore dovrebbe agire come se il produttore fosse un'entità non soggetta agli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II. Se il mercato di riferimento è stato identificato dal produttore (su base volontaria o in base ad accordi commerciali con i

⁽³¹⁾ Cfr. l'articolo 10, paragrafo 2, terzo comma, della direttiva delegata MiFID II.

⁽³²⁾ Cfr. l'articolo 10, paragrafo 2, della direttiva delegata MiFID II.

⁽³³⁾ Cfr. l'articolo 10, paragrafo 2, terzo comma, della direttiva delegata MiFID II.

distributori), conformemente ai presenti orientamenti, il distributore, dopo averlo riesaminato in modo critico, potrebbe affidarsi a tale identificazione del mercato di riferimento.

79. Tuttavia, un mercato di riferimento dovrebbe essere assegnato dal produttore a tali prodotti al massimo entro il ciclo del processo di riesame successivo condotto a norma dell'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II, dopo il 3 gennaio 2018. Il distributore dovrebbe pertanto tenere in considerazione tale mercato di riferimento nel proprio processo di riesame.

5.4 Orientamenti sulle questioni applicabili ai produttori e ai distributori

Identificazione del mercato di riferimento «negativo» e vendite al di fuori del mercato di riferimento positivo

80. È necessario che l'impresa valuti l'incompatibilità del prodotto rispetto a determinati clienti di riferimento (mercato di riferimento «negativo») ⁽³⁴⁾. A tale riguardo, l'impresa dovrebbe applicare le medesime categorie e i medesimi principi di cui sopra ai paragrafi da 14 a 22 e da 42 a 49. In linea con l'impostazione seguita per l'identificazione del mercato di riferimento «positivo», il produttore, che non ha un rapporto diretto con i clienti finali, sarà in grado di identificare il mercato di riferimento negativo a livello teorico, vale a dire da un punto di vista più generale su come le specificità di un dato prodotto non sarebbero compatibili con determinati gruppi di investitori; il distributore, tenuto conto del mercato di riferimento negativo più generale del produttore, così come delle informazioni sulla propria clientela, sarà nella posizione di identificare in modo più concreto il gruppo di clienti a cui non dovrebbe distribuire il prodotto specifico in questione. È inoltre necessario che il distributore identifichi qualsiasi gruppo di clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi non sarebbe compatibile un servizio legato alla distribuzione di un determinato prodotto.

81. Per i prodotti che tengono conto dei fattori di sostenibilità, le imprese non sono tenute a individuare un mercato di riferimento negativo rispetto ai loro obiettivi legati alla sostenibilità. Ciò significa che 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 ⁽³⁵⁾. Pertanto, per i prodotti che considerano i fattori di

⁽³⁴⁾ Cfr. l'articolo 9, paragrafo 9 e l'articolo 10, paragrafo 2, della direttiva delegata MiFID II.

⁽³⁵⁾ Il considerando 7 della direttiva delegata (UE) 2021/1269 spiega che: «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».

sostenibilità, l'impresa 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. Questo per valutare se questi altri aspetti del mercato di riferimento potrebbero 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).

82. Alcune caratteristiche del mercato di riferimento utilizzate nella valutazione del mercato di riferimento positivo dai produttori e dai distributori porteranno automaticamente a caratteristiche non adeguate agli investitori per i quali il prodotto non è compatibile (ad esempio, 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.
83. È necessario sottolineare nuovamente l'importanza di tenere in considerazione il principio di proporzionalità. Nel valutare un mercato di riferimento negativo potenziale, la quantità e il dettaglio dei fattori e dei criteri dipenderà dalla natura, segnatamente dalla complessità o dal profilo di rischio/rendimento, del prodotto (ad esempio 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).
84. Potrebbero verificarsi situazioni in cui i prodotti, in determinate circostanze e laddove siano soddisfatti tutti gli altri obblighi di legge (ivi compresi quelli relativi a comunicazione, idoneità e adeguatezza, identificazione e gestione dei conflitti di interesse), siano venduti al di fuori del mercato di riferimento positivo. Tuttavia, tali situazioni dovrebbero essere giustificate da fatti specifici del caso, il motivo per lo scostamento dalla norma dovrebbe essere documentato in modo chiaro e, ove previsto, indicato nella relazione sull'adeguatezza.
85. Dal momento che il mercato di riferimento negativo è un'indicazione esplicita di tali clienti per le cui esigenze, caratteristiche e obiettivi 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.
86. Ad esempio, 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. È previsto che, nel contesto delle disposizioni in materia di governance dei prodotti, le imprese analizzino ex ante situazioni analoghe, ad esempio, a quelle sopra descritte e decidano in modo responsabile come intendono affrontarle nel caso si verificassero e che i dipendenti a contatto con i clienti siano informati in merito all'approccio definito a livello dell'organo di amministrazione affinché possano rispettarlo. Le imprese dovrebbero tenere in considerazione altresì la natura dei prodotti presenti nella gamma di quelli che intendono offrire ai clienti (ad esempio, in termini di complessità/rischio) e la sussistenza di qualsivoglia conflitto di interesse con i clienti (come, ad esempio, nel caso dell'auto-collocamento) nonché il loro modello di business. Ad esempio, alcune imprese potrebbero tenere in considerazione la possibilità di non consentire ai clienti di operare qualora rientrino nel mercato di riferimento negativo, permettendo invece ad altri clienti di effettuare operazioni con un prodotto collocato nell'area «grigia», vale a dire tra il mercato di riferimento positivo e quello negativo.

87. È importante che, qualora il distributore venga a conoscenza, ad esempio mediante l'analisi dei reclami dei clienti o a partire da altri dati o fonti, del fatto che la vendita di un determinato prodotto al di fuori del mercato di riferimento identificato ex ante è divenuta un fenomeno significativo (ad esempio, in termini di quantità di clienti interessati), tale elemento sia tenuto debitamente in considerazione nel corso del riesame periodico da esso svolto sui prodotti e sui servizi correlati offerti. In tali casi, il distributore può, ad esempio, giungere alla conclusione che il mercato di riferimento identificato inizialmente non fosse corretto e che sia necessario riesaminarlo o che la strategia di distribuzione correlata non fosse adeguata per il prodotto e debba essere oggetto di una nuova valutazione.
88. Gli scostamenti rispetto al mercato di riferimento (al di fuori del positivo o all'interno del negativo) che possono essere significativi per il processo di governance del prodotto del produttore (segnatamente quelli ricorrenti) dovrebbero essere comunicati al produttore tenendo in considerazione le eccezioni di cui al paragrafo 65.

Applicazione degli obblighi di mercato di riferimento alle imprese operanti nei mercati all'ingrosso (vale a dire con clienti professionali e con controparti qualificate)

Clienti professionali e controparti qualificate in quanto parte della catena di intermediazione

89. I requisiti di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e all'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II si applicano ai servizi e ai prodotti realizzati e/o distribuiti ai clienti al dettaglio e professionali. Allo stesso tempo, questi articoli specificano che i clienti a cui rivolgersi sono i «clienti finali». Ciò significa che per un'impresa non è necessario specificare un mercato di riferimento per altre imprese (clienti professionali e controparti qualificate) all'interno della catena di intermediazione, ma che è piuttosto necessario definire il mercato di riferimento

tenendo in considerazione il cliente finale (ovverosia il cliente finale nella catena di intermediazione). La tipologia specifica di cliente finale preso in considerazione deve essere indicata nella categoria relativa alla tipologia di clienti di cui al paragrafo 19, lettera a).

90. Laddove un cliente professionale o una controparte qualificata acquisti un prodotto con l'intento di venderlo a sua volta ad altri clienti, agendo pertanto come collegamento nella catena di intermediazione, non dovrebbe essere considerato come «cliente finale».
91. In tale caso, il cliente professionale (o la controparte qualificata) agirebbe in qualità di distributore e dovrebbe pertanto adempiere agli obblighi di governance dei prodotti applicabili ai distributori.
92. Ad esempio, se un'impresa vende un prodotto a una controparte qualificata che acquista il prodotto con l'intento di distribuirlo in modo più ampio ai clienti professionali o al dettaglio, la controparte qualificata dovrebbe rivalutare il mercato di riferimento pertinente in linea con i propri obblighi in qualità di distributore. 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.

Clienti professionali in qualità di clienti finali

93. Il quadro di classificazione dei clienti della MiFID calibra le tutele delle norme di comportamento alle esigenze di ciascuna categoria di cliente (vale a dire i clienti al dettaglio, i clienti professionali e le controparti qualificate).
94. Le imprese hanno la facoltà di ipotizzare che i clienti professionali dispongano delle conoscenze e dell'esperienza necessarie per comprendere i rischi legati ai servizi o ai prodotti specifici per i quali sono stati classificati come clienti professionali ⁽³⁶⁾. La MiFID, tuttavia, opera una distinzione tra clienti intrinsecamente professionali e clienti che possono essere considerati professionali, ammesso che i clienti della seconda categoria non debbano essere ritenuti in possesso di conoscenze e di esperienze paragonabili a quelle dei clienti intrinsecamente professionali.
95. Pertanto, nell'identificare il proprio mercato di riferimento, le imprese dovrebbero tenere in considerazione le differenze a livello di conoscenze presunte tra i clienti professionali e al dettaglio e, all'interno della categoria dei clienti professionali, tra i clienti che possono essere considerati professionali e i clienti intrinsecamente professionali ⁽³⁷⁾. Ad esempio, la contrapposizione dell'approccio dovrebbe tenere in considerazione le differenze in termini di conoscenze e di esperienze delle diverse categorie di clienti.
96. 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

⁽³⁶⁾ Cfr. l'allegato II della MiFID II.

⁽³⁷⁾ Cfr. l'allegato II, sezione II.1, secondo comma, della MiFID II.

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.