



European Securities and
Markets Authority

Orientamenti

sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II



Indice

I. Ambito di applicazione	3
II. Scopo	3
III. Definizioni	4
IV. Conformità e obblighi di comunicazione	4
V. Orientamenti sull'applicazione dell'articolo 16, paragrafo 3, e dell'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II.....	5
V.1. Orientamenti generali.....	5
V.2. Orientamenti per i produttori	5
V.3. Orientamenti per i distributori	9
V.4. Orientamenti sulle questioni applicabili ai produttori e ai distributori.....	19

I. Ambito di applicazione

Destinatari

1. I presenti orientamenti si applicano:

- alle imprese soggette a una delle seguenti prescrizioni:
 - i. articolo 9, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE¹ (MiFID II);
 - ii. articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II;
 - iii. articolo 24, paragrafi 1 e 2, della MiFID II;
 - iv. articoli 9 e 10 della direttiva delegata (UE) 2017/593² della Commissione (direttiva delegata MiFID II);
- alle autorità competenti responsabili dei controlli di vigilanza delle imprese sopra citate.

Oggetto

2. I presenti orientamenti si applicano in relazione alle prescrizioni di cui al paragrafo 1 dei presenti orientamenti e, in particolare, riguardano la produzione o la distribuzione di prodotti di investimento.

Data di applicazione

3. I presenti orientamenti si applicano a partire dal 3 gennaio 2018.

II. Scopo

4. Lo scopo dei presenti orientamenti è fornire maggiore chiarezza sugli obblighi di governance dei prodotti per le imprese di cui al paragrafo 1.

5. Con i presenti orientamenti, l'ESMA mira a promuovere una maggiore convergenza nell'attuazione e nell'applicazione di quanto prescritto dalla MiFID II in materia di governance dei prodotti. Quale risultato della conformità con i presenti orientamenti, l'ESMA prevede un conseguente rafforzamento della tutela degli investitori. L'allegato V contempla una serie di esempi illustrativi. Pur non rientrando negli orientamenti, tali esempi

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).

mirano ad aiutare le imprese e le autorità competenti a comprendere l'applicazione degli orientamenti.

III. Definizioni

6. Ai fini dei presenti orientamenti, si applicano le seguenti definizioni:

- «imprese»: le imprese soggette alle prescrizioni di cui al paragrafo 1 nonché le imprese di investimento (di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1), della MiFID II), ivi compresi gli enti creditizi quando prestano servizi e attività di investimento (ai sensi dell'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 e i gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) esterni (di cui all'articolo 5, paragrafo 1, lettera a), della direttiva GEFIA³) quando forniscono servizi di gestione di portafogli di investimento su base individuale o servizi accessori (ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 3, lettere a) e b), della direttiva OICVM⁴ e dell'articolo 6, paragrafo 4, lettere a) e b), della direttiva GEFIA);
- «prodotto di investimento»: strumento finanziario (ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15), della MiFID II) o deposito strutturato (ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 43), della MiFID II);
- «produttore»: tenendo conto del considerando 15 e dell'articolo 9, paragrafo 1, della direttiva delegata MiFID II, impresa che realizza un prodotto di investimento, 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;
- «distributore»: tenendo conto del considerando 15 e dell'articolo 10, paragrafo 1, della direttiva delegata MiFID II, impresa che offre, raccomanda o vende un servizio e un prodotto di investimento a un cliente.

IV. Conformità e obblighi di comunicazione

Status degli orientamenti

7. Il presente documento contiene orientamenti emanati ai sensi dell'articolo 16 del regolamento ESMA. Conformemente all'articolo 16, paragrafo 3, del regolamento ESMA, le autorità competenti e i partecipanti ai mercati finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti.

³ 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).

⁴ 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. Le autorità competenti alle quali si applicano gli orientamenti dovrebbero conformarvisi integrandoli nelle proprie prassi di vigilanza, anche laddove gli orientamenti specifici siano diretti principalmente a chi partecipa ai mercati finanziari.

Obblighi di comunicazione

9. Le autorità competenti alle quali si applicano i presenti orientamenti devono comunicare all'ESMA la propria conformità o la propria intenzione di conformarsi agli orientamenti, segnalando le motivazioni di eventuali non conformità laddove non siano conformi o abbiano intenzione di conformarsi, entro due mesi dalla data di pubblicazione degli orientamenti sul sito web dell'ESMA in tutte le lingue ufficiali dell'UE.
10. Le imprese non sono tenute a comunicare all'ESMA la propria conformità rispetto ai presenti orientamenti.

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

V.1. Orientamenti 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 di investimento, 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 di investimento, 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.

V.2. Orientamenti per i produttori

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

13. 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. 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 in genere generati mediante sistemi di assegnazione di un punteggio (ad esempio, utilizzando caratteristiche del prodotto quali la volatilità degli strumenti finanziari, il rating degli emittenti, ecc. oppure mediante la «conversione» dei dati oggettivi in sistemi numerici). Per quanto concerne l'individuazione del mercato di riferimento, le imprese non dovrebbero affidarsi unicamente ai suddetti criteri quantitativi, ma dovrebbero soppesarli in misura sufficiente con valutazioni qualitative.

14. 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 di investimento. 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 18 a 24 degli orientamenti).
15. In fase di specificazione/descrizione di ciascuna di tali categorie, i produttori dovrebbero tenere conto del rapporto tra categorie diverse in quanto ognuna di esse contribuisce a definire il mercato di riferimento per un dato prodotto.
16. 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.
17. I produttori sono tenuti a individuare un mercato di riferimento potenziale⁵. Dal momento che essi non hanno solitamente un contatto diretto con il cliente e in conformità dell'articolo 9, paragrafo 9, secondo comma, della direttiva delegata MiFID II, ciò significa che l'individuazione del relativo mercato di riferimento può basarsi, tra l'altro, sulle proprie conoscenze teoriche e sull'esperienza da essi maturata in merito al prodotto.
18. 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».
 - (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

⁵ Cfr. l'articolo 9, paragrafo 9, della direttiva delegata MiFID.

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 e disposti a 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) o la direttiva OICVM, ove applicabile, per adempiere a tale prescrizione.
- (e) Esigenze e obiettivi dei clienti: l'impresa dovrebbe precisare gli obiettivi di investimento e le esigenze dei clienti di riferimento per i quali un prodotto è concepito, ivi compresi gli obiettivi finanziari più ampi dei clienti di riferimento o la strategia generale da essi seguita al momento di investire. Ad esempio, sarebbe possibile fare riferimento all'orizzonte di investimento previsto (numero di anni previsto di mantenimento dell'investimento). 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 «la protezione della moneta», «l'investimento verde», «l'investimento etico», ecc., a seconda dei casi.
19. 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.

20. 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 di cui sopra.

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

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

22. Di conseguenza, 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'individuazione del mercato di riferimento avvenga con minor cura⁶:

- Per talune tipologie di prodotti di investimento, il produttore può individuare le categorie di mercato di riferimento, di cui al paragrafo 18, seguendo un approccio comune per gli strumenti finanziari di una tipologia aventi caratteristiche di prodotto adeguatamente comparabili (ad esempio in base a un parametro di riferimento esterno o perché appartenenti a un segmento della borsa valori con determinati requisiti);
- 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.

23. Tuttavia, in tutti i casi, 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.

24. 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

25. A norma dell'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II, il produttore garantisce che la propria strategia di distribuzione prevista sia coerente con il target stesso e, a norma dell'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II, il produttore è tenuto ad adottare misure

⁶ Cfr. il considerando 19 della direttiva delegata MiFID II.

ragionevoli per garantire che il prodotto finanziario sia distribuito all'interno del 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.

26. 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.

V.3. Orientamenti per i distributori

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

27. L'individuazione del mercato di riferimento del distributore (vale a dire il 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. Di conseguenza, l'individuazione del mercato di riferimento reale dovrebbe essere effettuata a monte, quando le politiche commerciali e le strategie di distribuzione dell'impresa sono definite ex ante dall'organo di gestione (vale a dire prima dell'avvio dell'attività quotidiana).
28. In particolare, i distributori dovrebbero assumersi la responsabilità di garantire, fin dall'inizio, la coerenza generale dei prodotti che saranno offerti e dei servizi correlati che saranno forniti in base alle esigenze, alle caratteristiche e agli obiettivi dei clienti di riferimento.
29. Il processo decisionale riguardante il servizio e il prodotto associato al processo di individuazione del mercato di riferimento dovrebbe influenzare direttamente le modalità di svolgimento dell'attività quotidiana dell'impresa, in quanto le scelte dell'organo di gestione 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.
30. 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 aspetta 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)⁷. 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.

31. 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 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.
32. 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, dovrebbe evitare di inserire 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

33. 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

⁷ 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».

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

Individuazione del mercato di riferimento da parte del distributore: categorie da considerare

34. I distributori dovrebbero utilizzare il medesimo elenco di categorie utilizzato dai produttori (cfr. il paragrafo 18) come base per definire il mercato di riferimento dei propri prodotti. 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 di investimento e la tipologia di servizi di investimento da essi fornita.
35. 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.
36. 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.
37. 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.
38. 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 e ciò significa 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. 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.

39. La valutazione del mercato di riferimento del distributore è solitamente effettuata a seguito della comunicazione 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 individuato e i distributori sono tenuti a garantire che i prodotti siano offerti o raccomandati solo qualora rispondano agli interessi dei clienti.
40. 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 fornita (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

41. 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 di investimento, in linea con quanto descritto nei paragrafi da 21 a 24.
42. 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 con maggiore precisione del mercato di riferimento del produttore.

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

43. 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. il paragrafo 41 sopra), ma anche in base alla tipologia di servizi di investimento fornita dalle imprese.
44. 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.
45. È pertanto previsto che quando i distributori 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 18, 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 clienti⁸. A tale proposito, le imprese dovrebbero prestare un'attenzione particolare alla strategia di distribuzione suggerita dal produttore (cfr. il paragrafo 26 e i paragrafi da 49 a 51).

46. 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).
47. 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 consulenza avvertendoli del fatto che l'impresa non è nella posizione di valutare la loro piena compatibilità rispetto a tali prodotti.
48. 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

49. 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

⁸ Come sopra indicato (cfr. il paragrafo 36), 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.

strategia di distribuzione alla luce delle informazioni sulla propria clientela e della tipologia di servizi forniti.

50. 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.
51. 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 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 21 e 22).

Gestione del portafoglio, approccio di portafoglio, copertura e diversificazione

52. 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.
53. 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).

54. 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.
55. 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 67 a 74).

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

56. In conformità dell'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II e degli 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 obiettivi del mercato di riferimento identificato e che la prevista strategia di distribuzione continui a essere appropriata.
57. 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 feedback. Tali informazioni possono essere in forma aggregata e non è necessario che siano fornite per ciascuno strumento o per ciascuna vendita.
58. Per favorire i riesami da parte dei produttori contemplati dalla MiFID, 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. 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 determinato, 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).

59. 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 54.

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

60. 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.

61. 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 di investimento 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 il mercato di riferimento non sia definito dal produttore⁹ (cfr. il paragrafo 34). Di conseguenza, anche laddove l'impresa non riceva una descrizione del mercato di riferimento dal produttore o informazioni sul processo di approvazione del prodotto, essa deve definire il «proprio» mercato di riferimento. Ciò dovrebbe essere conseguito in modo adeguato e proporzionato (cfr. il paragrafo 21).
- 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 secondo le caratteristiche, gli obiettivi e le esigenze del mercato di riferimento¹⁰. Laddove non siano disponibili al pubblico tutte le informazioni pertinenti (ad esempio, mediante il documento contenente le informazioni chiave – KID – dei PRIIP¹¹ 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 agli obblighi normativi¹². Ad esempio, le informazioni

⁹ Cfr. l'articolo 10, paragrafo 1, della direttiva delegata MiFID II.

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

¹¹ 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, pag. 1-23).

¹² Cfr. l'articolo 10, paragrafo 2, della direttiva delegata MiFID II.

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.

62. L'obbligo di cui al paragrafo 61 è pertinente per i prodotti venduti sui mercati primari e secondari e si applica in modo proporzionato, in base alla misura in cui sono ottenibili informazioni disponibili pubblicamente e alla complessità del prodotto¹³. 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.
63. 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

64. I prodotti realizzati e distribuiti prima del 3 gennaio 2018 non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione degli obblighi di governance dei prodotti in base a quanto previsto dalla MiFID II.
65. I prodotti realizzati prima del 3 gennaio 2018, ma che sono distribuiti agli investitori dopo il 3 gennaio 2018, 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 finanziario. 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 distributori), conformemente ai presenti orientamenti, il distributore, dopo averlo riesaminato in modo critico, potrebbe affidarsi a tale identificazione del mercato di riferimento.
66. Tuttavia, il 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.

¹³ Cfr. l'articolo 10, paragrafo 2, terzo comma, della direttiva delegata MiFID II.

V.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

67. È necessario che l'impresa valuti l'incompatibilità del prodotto rispetto a determinati clienti di riferimento (mercato di riferimento «negativo»)¹⁴. A tale riguardo, l'impresa dovrebbe applicare le medesime categorie e i medesimi principi di cui sopra ai paragrafi da 13 a 20 e da 34 a 40. 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.
68. 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 di «rischio ridotto»). 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.
69. 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).
70. 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

¹⁴ Cfr. l'articolo 9, paragrafo 9 e l'articolo 10, paragrafo 2, della direttiva delegata MiFID II.

essere documentato in modo chiaro e, ove previsto, indicato nella relazione sull'adeguatezza.

71. 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.
72. 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 gestione 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 finanziario collocato nell'area «grigia», vale a dire tra il mercato di riferimento positivo e quello negativo.
73. 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.
74. 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 54.

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

75. Le prescrizioni di cui all'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II sono di applicazione indipendentemente dalla natura del cliente (al dettaglio, professionale o controparte qualificata). Al contempo, l'articolo 16, paragrafo 3, e l'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II specificano che i clienti previsti 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 (vale a dire il cliente finale nella catena di intermediazione). La tipologia specifica di cliente finale preso in considerazione deve essere indicato nella categoria relativa alla tipologia di clienti di cui al paragrafo 18, lettera a).

76. 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».

77. 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.

78. 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 e controparti qualificate in qualità di clienti finali

79. 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). Nel contesto di un mercato all'ingrosso (che comprende solo i clienti professionali e le controparti qualificate), la MiFID prevede la formulazione di determinate ipotesi riguardanti l'esperienza e le conoscenze dei clienti in merito alla comprensione dei rischi di investimento.

80. A norma della MiFID II, le imprese devono garantire che i prodotti da esse creati e/o distribuiti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un mercato di riferimento identificato

di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti¹⁵. Di conseguenza, nel valutare il mercato di riferimento adeguato per un prodotto particolare, le imprese dovrebbero tenere in considerazione la categoria di clienti adeguata e se questa consente loro di formulare ipotesi in merito all'esperienza e alle conoscenze dei clienti finali.

Per clienti professionali in qualità di clienti finali

81. 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 professionali¹⁶. 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).
82. 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 professionali¹⁷. Ad esempio, la contrapposizione dell'approccio dovrebbe tenere in considerazione le differenze in termini di conoscenze e di esperienze delle diverse categorie di clienti.
83. 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.

Per controparti qualificate in qualità di clienti finali

84. Il quadro normativo della MiFID definisce le controparti qualificate come la categoria più complessa di investitori e di partecipanti ai mercati dei capitali e, di conseguenza, non prevede molte delle tutele previste dalle norme comportamentali per tali clienti. La MiFID II mira tuttavia a incrementare le tutele concesse ai clienti non al dettaglio, estendendo determinati obblighi di informazione e comunicazione alle negoziazioni delle imprese con le controparti qualificate. Nonostante le imprese non abbiano l'obbligo di applicare le

¹⁵ Cfr. l'articolo 16, paragrafo 3, terzo comma, e l'articolo 24, paragrafo 2, della MiFID II.

¹⁶ Cfr. l'allegato II della MiFID II.

¹⁷ Cfr. l'allegato II, sezione II.1, secondo comma, della MiFID II.

prescrizioni di cui all'articolo 24 (fatti salvi i paragrafi 4 e 5) della MiFID II laddove concludano operazioni con le controparti qualificate (articolo 30, paragrafo 1, della MiFID II), dovranno tuttavia garantire di agire in modo «corretto, chiaro e non fuorviante» nelle negoziazioni con le controparti qualificate. Inoltre, le prescrizioni di cui all'articolo 16, paragrafo 3, della MiFID II si applicano indipendentemente dalla natura del cliente (al dettaglio, professionale o controparte qualificata).

85. Laddove il mercato di riferimento dei clienti finali sia composto unicamente da controparti qualificate, è probabile che la valutazione globale sia meno generale. È probabile che le controparti qualificate dispongano di una comprensione dettagliata del contesto di mercato, della sostenibilità economica e di altri fattori chiave, così come dei rischi associati a una decisione di investimento di natura specifica.