

Aprile 2015

La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2

Silvia Morlino, Socio, Studio Legale Tributario – EY

1. Introduzione

La MiFID 2¹ introduce con la *Product Governance* un insieme di previsioni tese ad imporre agli intermediari un assetto organizzativo e regole di comportamento relative alla creazione, offerta e distribuzione dei prodotti finanziari agli investitori. La Product Governance o Governo dei Prodotti si inserisce in un processo di trasformazione delle modalità dell'ordinamento comunitario di configurare la tutela dell'investitore.

Invero, secondo il modello economico neoclassico, accolto nella prima disciplina dei mercati finanziari a livello europeo ed italiano, la tutela dell'investitore passa attraverso la disciplina della trasparenza. La disciplina iniziale dei mercati finanziari impone all'intermediario di fornire agli investitori tutte le informazioni rilevanti perché possano giungere ad una decisione d'investimento adeguata alle loro esigenze. Già con la Direttiva 39/2004/CE del 21 aprile 2004 (la **MiFID**) vi è un sostanziale ripensamento della tutela dell'investitore. La MiFID stabilisce un principio generale che permea l'intera architettura della normativa comunitaria, secondo cui, nella prestazione dei servizi, gli intermediari agiscono sempre in modo da servire al meglio gli interessi dei loro clienti². La tutela dell'investitore non passa più solo tramite una disciplina della trasparenza delle informazioni, ma attraverso una declinazione dettagliata degli obblighi comportamentali dell'intermediario nei confronti dell'investitore³. Inoltre la tutela dell'investitore non è limitata all'imposizione di una regolamentazione del rapporto intermediario – investitore, ma viene portata all'interno dell'assetto organizzativo dell'intermediario con una serie di vincoli tesi ad assicurare che la tutela dell'investitore sia incorporata nelle dinamiche organizzative dell'intermediario.

Il Governo dei Prodotti in linea con gli interventi normativi a livello nazionale e comunitario tesi a rafforzare la tutela dell'investitore impone all'intermediario lungo

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.

² In tal senso Consob, Nuovo Regolamento Intermediari, Esito delle Consultazioni del 30 ottobre 2007, pag. 2.

³ Per un'analisi dettagliata si veda Andrea Perrone, *Servizi d'investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, Banca Borsa e Titoli di Credito, 2015, 1, I, 23.

tutta la catena del valore del prodotto finanziario dalla sua creazione alla sua distribuzione di considerare la centralità dell'interesse del potenziale cliente-investitore.

2. I principi generali relativi al Governo dei Prodotti e la distinzione tra Manufacturer e Distributor

La disciplina relativa al governo dei prodotti è al momento contenuta unicamente in quattro passaggi della MiFID 2: nel considerando 71, nell'articolo 16 paragrafo 3, nell'articolo 24 e nell'articolo 9. Secondo quanto indicato dall'ESMA⁴ le previsioni di dettaglio del Governo dei Prodotti dovranno essere stabilite nell'atto delegato della Commissione che modificherà o sostituirà la Direttiva 2006/73/CE della Commissione recante modalità di attuazione della MiFID per quanto riguarda i requisiti organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese d'investimento e la definizione di taluni termini ai fini della MiFID (**MiFID Direttiva Attuativa della MiFID**). In merito a come si atteggerà in concreto la disciplina sul Governo dei Prodotti, interessanti spunti di riflessione emergono dal Consultation Paper⁵ del 24 maggio scorso e dal successivo Finale Report⁶ pubblicati dall'ESMA in relazione alle modifiche della Direttiva Attuativa della MiFID. Tuttavia è opportuno ricordare che la Commissione potrà scegliere soluzioni diverse nell'adozione degli atti delegati da quanto indicato dall'ESMA e pertanto le considerazioni di seguito svolte basandosi sui testi dell'ESMA dovranno essere rivalutate alla luce degli atti delegati.

Dal Considerando 71 della MiFID 2 si evincono i principi generali della nuova disciplina. In primo luogo, viene espressamente stabilito che l'intermediario deve comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati e deve istituire politiche specifiche per identificare la categoria di clienti alla quale fornire i prodotti e i servizi.

In secondo luogo, viene chiarito che l'intermediario che realizza strumenti finanziari garantisce che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali ed adotta tutte le misure necessarie per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato. Viene in merito specificato che l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti offerti e il loro rendimento devono essere soggetti ad una procedura di riesame su base regolare.

In terzo luogo, al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, l'intermediario quando offre o raccomanda ai clienti strumenti finanziari che non ha proceduto a realizzare deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le informazioni relative al

⁴ European Securities and Markets Authority.

⁵ Consultation Paper ESMA/2014/549 relativo a MiFiD 2 e MiFIR del 22 maggio 2014.

⁶ Final Report ESMA/2014/1569 - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR del 19 Dicembre 2014.

processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto.

Inoltre, quando l'intermediario offre o raccomanda un prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di Governo dei Prodotti o da imprese di paesi terzi deve disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sul prodotto.

Infine, viene espressamente chiarito che la disciplina sul Governo dei Prodotti si aggiunge e non sostituisce gli obblighi dell'intermediario relativi all'informativa ai clienti, all'adeguatezza e appropriatezza, all'identificazione e gestione di conflitti di interesse ed agli incentivi. In particolare, l'adempimento degli obblighi derivanti dalla disciplina del Governo dei Prodotti è indipendente e non esime l'intermediario dal procedere alla valutazione dell'adeguatezza o appropriatezza che dovrà essere successivamente effettuata nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente.

Da quanto sopra emerge che il Governo dei Prodotti prevede uno specifico processo di approvazione per ogni strumento finanziario che sarà offerto sul mercato e la definizione di una strategia di distribuzione. Osserviamo poi che vengono chiaramente stabilite le competenze degli organi e funzioni interne dell'Intermediario con riguardo alla disciplina del Governo dei Prodotti. Inoltre, il legislatore comunitario stabilisce una chiara connessione tra la disciplina del Governo dei Prodotti e la disciplina del conflitto d'interesse. Infine viene stabilita una disciplina distinta per gli intermediari che realizzano i prodotti e gli intermediari che distribuiscono i prodotti, con l'introduzione in ambito MiFID di due nuove qualificazioni del ruolo dell'intermediario come esamineremo più in dettaglio nel paragrafo 5 di seguito.

3. Gli attori interni responsabili per il Governo dei Prodotti

Il ruolo centrale nel processo di Governo dei Prodotti viene riconosciuto alla funzione di Compliance. Viene infatti chiarito che sarà compito della funzione di Compliance procedere alla supervisione dello sviluppo e della revisione periodica delle regole interne che disciplinano il processo di approvazione dei nuovi prodotti.

Con riguardo all'attività che deve essere svolta dall'organo di gestione, è opportuno segnalare che la sua competenza sulla materia del Governo dei Prodotti viene richiamata in via generale dall'articolo 9 della MiFID 2. In merito, si prevede che l'organo di gestione definisca, approvi e controlli la politica dell'impresa relativa alla prestazione o offerta di servizi, attività, operazioni e prodotti, conformemente alla tolleranza al rischio dell'impresa e alle caratteristiche ed esigenze dei clienti dell'impresa destinatari delle prestazioni o offerte. Tale competenza viene specificata dall'ESMA, nel Final Report viene infatti chiarito che l'organo di gestione deve avere un controllo effettivo sul processo di Governo dei Prodotti. In particolare, le informazioni sui prodotti sviluppati dall'intermediario e sulla loro strategia di distribuzione devono essere incluse sistematicamente nei rapporti della Compliance all'organo di gestione. Secondo quanto indicato dall'ESMA, se verrà seguito dalla Commissione nell'adozione degli atti

delegati, viene stabilita una responsabilità specifica dell'organo di gestione sulle regole del Governo dei Prodotti. Il controllo verrà attuato in concreto tramite la funzione di Compliance.

I rapporti della Compliance divengono anche uno strumento per attuare la vigilanza da parte delle autorità nazionali competenti. Viene stabilito nel Final Report che i rapporti della Compliance che contengono le informazioni sui prodotti sviluppati dall'intermediario e sulla loro strategia di distribuzione dovranno essere inviati alle autorità di vigilanza se dalle stesse richiesti.

Infine, le regole sul Governo dei Prodotti vengono estese a tutti i soggetti coinvolti nel processo di strutturazione dei prodotti, il Final Report stabilisce che lo staff deve avere l'esperienza adeguata e ricevere il *training* necessario per comprendere le caratteristiche ed i rischi dei prodotti che intende strutturare prima di procedere alla effettiva strutturazione del prodotto.

4. Il Processo di Approvazione dei Prodotti e la disciplina del conflitto di interessi

L'ESMA individua una chiara connessione tra il processo di approvazione dei prodotti e la disciplina del conflitto di interessi, facendo un espresso riferimento alla disciplina sulla remunerazione.

Quando viene sviluppato un nuovo prodotto, nella fase del processo di approvazione del prodotto è essenziale che il prodotto venga esaminato al fine di evitare che la struttura del prodotto sia tale da dare origine ad un interesse in conflitto con gli interessi del cliente o possa avere un effetto sull'integrità del mercato. Tale ipotesi potrebbe verificarsi qualora l'impresa detenga in proprio il sottostante del prodotto ed il nuovo prodotto permetta all'intermediario di mitigare o ridurre i propri rischi od esposizioni sul sottostante del prodotto. In particolare, dovrà essere condotta un'analisi dei potenziali conflitti di interesse che si possono generare tra le posizioni assunte dal cliente e quelle dell'intermediario stesso che agisce per proprio conto.

Per quanto riguarda la politica di remunerazione non viene ulteriormente specificato il tipo di analisi che andrà svolto ed il potenziale conflitto di interessi. In merito, si può far sicuramente riferimento al principio generale contenuto nell'articolo 24 paragrafo 10 della MiFID 2 dove viene previsto che l'intermediario che fornisce servizi di investimento ai clienti evita di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare, l'intermediario non dovrà adottare politiche di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente più adatto alle esigenze del cliente.

5. Il Governo dei Prodotti: la distinzione tra l'Intermediario Ideatore e l'Intermediario Distributore

Come abbiamo anticipato al paragrafo 2 che precede, nell'ambito del Governo dei Prodotti viene stabilita una disciplina distinta per gli intermediari che realizzano i prodotti e gli intermediari che distribuiscono i prodotti. In particolare, il Consultation Paper⁷, ove vengono presentate dall'ESMA le regole di dettaglio, distingue tra intermediari che realizzano i prodotti ed intermediari che distribuiscono i prodotti introducendo la definizione di "Manufacturer", ovvero l'Intermediario Ideatore, e "Distributor", ovvero l'Intermediario Distributore. Si osserva che entrambe le definizioni non sono presenti in ambito MiFID o MiFID 2 e sembrano essere state importate dal contigua normativa relativa ai PRIIPS⁸.

Prima di passare all'esame delle due diverse discipline dovremo quindi individuare i soggetti destinatari andando ad identificare come l'ESMA ha inteso al momento definire il Manufacturer ed il Distributor.

Per quanto riguarda il Manufacturer, nel Final Report⁹ l'ESMA chiarisce che gli intermediari che "creano, sviluppano, emettono o disegnano nuovi prodotti devono essere considerati Manufacturers". In particolare, secondo quanto indicato dall'ESMA anche gli intermediari che svolgono il ruolo di advisors di società nell'emissione di nuovi titoli sono inclusi nella categoria di Manufacturer. Per quanto riguarda i Distributors, gli stessi vanno identificati con tutti gli intermediari che offrono strumenti finanziari. In particolare, le regole del Governo dei Prodotti si applicano agli Intermediari Distributori sia che l'offerta avvenga sul mercato primario sia che avvenga sul secondario. E' opportuno osservare che l'ESMA ha sottolineato che anche nel caso venga offerto il servizio di "execution only", l'intermediario dovrà ritenersi soggetto alle regole del Governo dei Prodotti applicabili agli Intermediari Distributori.

6. Il Processo di Approvazione dei Prodotti: Il ruolo dell'Intermediario Ideatore

Il processo di approvazione del prodotto dovrà precisare per ciascuno strumento finanziario un determinato mercato di riferimento (*target market* o *mercato target*) di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e garantire che tutti i rischi specificamente attinenti a tale mercato di riferimento siano stati analizzati e che la strategia di distribuzione sia coerente con il mercato di riferimento stesso.

⁷ Consultation Paper ESMA/2014/549 relativo a MiFiD 2 e MiFiR del 22 maggio 2014.

⁸ Regolamento (UE) n. 1286/2014/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

⁹ Final Report ESMA/2014/1569 - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFiD II and MiFiR del 19 Dicembre 2014.

In particolare, l'ESMA nel Final Report¹⁰ chiarisce che l'Intermediario Ideatore, nella fase di strutturazione del prodotto, deve identificare un potenziale mercato di riferimento per ciascun prodotto e specificare la tipologia di clienti per cui il prodotto sia compatibile avendo riguardo ai bisogni, alle caratteristiche ed agli obiettivi dei clienti. Tale processo deve includere anche l'identificazione dei gruppi di clienti per i quali il prodotto non risulta compatibile. Il mercato di riferimento deve essere individuato con un sufficiente livello di granularità che permetta di individuare i clienti per cui il prodotto non è adatto. L'ESMA ha tuttavia ritenuto che non fosse opportuno definire in modo stringente il livello di dettaglio con cui deve essere individuato il mercato di riferimento, non dando quindi seguito alle richieste espresse in tal senso nell'ambito della consultazione. In merito, l'ESMA ha osservato che per alcuni prodotti più semplici come le azioni il mercato di riferimento può coincidere con la categoria dei clienti al dettaglio mentre per prodotti più strutturati il mercato di riferimento deve essere individuato con più dettaglio.

L'Intermediario Ideatore che non distribuisce i propri prodotti direttamente ma utilizza dei distributori terzi potrà definire il mercato di riferimento su base teorica valutando come le caratteristiche dello specifico prodotto possano risultare compatibili con un investitore tipo, utilizzando la propria conoscenza dei mercati finanziari e l'esperienza acquisita con simili prodotti ed investitori. In questo caso, secondo quanto indicato dall'ESMA, sarà l'Intermediario Distributore che dovrà stabilire il proprio mercato di riferimento prendendo il mercato di riferimento individuato in via generale dall'Intermediario Ideatore insieme alle informazioni in suo possesso sui propri clienti.

Come già anticipato, è importante sottolineare che il processo di approvazione del prodotto costituisce un'attività distinta e non sostituisce la valutazione dell'appropriatezza ed adeguatezza che deve essere condotta in concreto con riguardo a ciascuna operazione del cliente.

Il processo di approvazione del prodotto deve includere l'analisi di scenario dell'andamento del prodotto e dei risultati che può avere per l'investitore. L'analisi di scenario deve valutare i risultati del prodotto considerando condizioni negative di vario genere, tipo il deterioramento delle condizioni di mercato, difficoltà finanziarie dell'Intermediario Ideatore od altri rischi di controparte, problemi nella commercializzazione del prodotto od il verificarsi di una domanda del prodotto più alta dell'offerta che provochi uno stress sulle risorse dell'intermediario o sul mercato del prodotto.

L'Intermediario Ideatore dovrà valutare se il prodotto soddisfa i bisogni, le caratteristiche e gli obiettivi degli investitori che costituiscono il mercato di riferimento. Tale valutazione andrà condotta considerando il profilo di rischio/rendimento del prodotto, assicurando che la strutturazione del prodotto avvenga seguendo i potenziali

¹⁰ Final Report ESMA/2014/1569 - ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR del 19 Dicembre 2014.

benefici del cliente e non secondo un modello di business che incorpori un risultato non soddisfacente per il cliente.

Nella valutazione della compatibilità del prodotto con il mercato di riferimento individuato l'Intermediario Ideatore dovrà includere anche l'analisi dei costi ed oneri del prodotto.

Nell'ambito del processo di approvazione del prodotto deve essere inclusa la definizione della strategia di distribuzione. La strategia di distribuzione deve essere coerente con il mercato di riferimento. Pertanto sarà principalmente responsabilità dell'Intermediario Ideatore definire la strategia di distribuzione ed i canali di vendita. Mentre sembra che l'ESMA intenda attribuire sia all'Intermediario Ideatore che all'Intermediario Distributore la valutazione della coerenza tra strategia di distribuzione e mercato di riferimento.

L'Intermediario deve, inoltre, riesaminare su base regolare gli strumenti finanziari offerti o commercializzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato target, al fine di valutare se lo strumento finanziario resti coerente con le esigenze del mercato target e se la prevista strategia distributiva continui ad essere quella appropriata. L'ESMA chiarisce che l'Intermediario dovrà rivedere i prodotti approvati: prima dell'inizio di una successiva fase di commercializzazione rispetto a quella iniziale; al verificarsi di un evento che possa avere un effetto rilevante sui rischi dell'investitore; ed in ogni caso ad intervalli regolari anche se il prodotto segue l'andamento previsto.

L'Intermediario Ideatore dovrà poi mettere a disposizione dei distributori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario per permettere ai distributori di comprendere ed offrire il prodotto in modo appropriato. Le informazioni dovranno riguardare i corretti canali di vendita, il processo di approvazione ed il mercato target.

7. Il ruolo dell'Intermediario Distributore

Gli obblighi dell'Intermediario Distributore con riguardo al Governo dei Prodotti si applicano sia ai soggetti che distribuiscono prodotti propri che ai soggetti che distribuiscono prodotti di terzi. Inoltre, tali obblighi si applicano al distributore anche ove l'emittente dei prodotti non sia soggetto alla MiFID, come nel caso dell'intermediario che collochi obbligazioni di una società commerciale. Se l'emittente dello strumento finanziario non è soggetto alla MiFID sarà compito del distributore definire il mercato target.

Secondo quanto indicato dall'ESMA sembra che il distributore basandosi sulle informazioni ricevute dall'Intermediario Ideatore dovrà procedere ad una propria valutazione in concreto del mercato di riferimento e della coerenza della strategia di distribuzione con il mercato di riferimento. Invero, tale obbligo di valutazione autonoma in capo al distributore sembra confermato dall'affermazione dell'ESMA che ha avuto modo di chiarire che solamente quando l'intermediario agisce sia come Intermediario

Distributore che come Intermediario Ideatore sarà sufficiente una sola valutazione del mercato di riferimento, lasciando intendere che l'Intermediario Distributore sarà tenuto negli altri casi ad una propria valutazione.

L'obbligo di revisione periodica della politica sul Governo dei Prodotti si applica anche all'Intermediario Distributore che sarà tenuto a verificare che le misure adottate rimangano idonee ad assicurare i fini della disciplina e quindi a valutare che il prodotto o servizio rimanga coerente con i bisogni del mercato di riferimento e che la strategia di distribuzione sia appropriata. Nel caso il distributore verifichi di non aver correttamente valutato il mercato target o che il prodotto o servizio non sia più adeguato alle caratteristiche del mercato target dovrà procedere alle necessarie modifiche e correzioni.

I distributori sono tenuti ad informare l'Intermediario Ideatore sull'andamento della vendita dei prodotti e sulle eventuali correzioni in modo che tali informazioni possano essere utilizzate dall'Intermediario Ideatore per procedere al suo processo di revisione periodica dei prodotti.

I distributori avranno un obbligo autonomo di richiedere all'Intermediario Ideatore le informazioni sui prodotti e tale obbligo è complementare all'obbligo che ricade sugli Intermediari Ideatori di fornire le informazioni ai distributori.

Nel caso i prodotti siano emessi o strutturati da società di paesi non UE o da società che non siano soggette alla MiFID sarà integralmente compito dei distributori assicurarsi di ottenere dalla società emittente tutte le informazioni necessarie per distribuire in prodotti in linea con le caratteristiche, gli obiettivi e i bisogni del mercato di riferimento. Nel caso le informazioni necessarie non siano pubbliche ovvero altrimenti accessibili al distributore, dovrà essere concluso con la società emittente od il suo agente un accordo vincolante che preveda che la società emittente od il suo agente forniscano tutte le informazioni necessarie.

La disciplina sul Governo dei Prodotti sembra imporre pertanto una revisione degli accordi di distribuzione che andranno adeguati al fine di prevedere i flussi informativi dall'Intermediario Ideatore all'Intermediario Distributore. Riteniamo che tale revisione sarà opportuna non solo nei casi espressamente previsti dall'ESMA ovvero quando vi sia un società Emittente di paesi non EU oppure non soggetta alla MiFID ma anche in tutti gli altri casi al fine di definire in dettaglio le modalità del flusso informativo nel rapporto contrattuale ed al fine di individuare le relative responsabilità contrattuali in caso di inadempimento.

Infine viene stabilito come si applicano gli obblighi della Product Governance nell'ipotesi che vi sia una catena di distributori specificando che sarà l'ultimo distributore della catena che ha il rapporto diretto con il cliente tenuto in via principale ad adempiere alle obbligazioni della Product Governance. Tuttavia anche i distributori che hanno una posizione intermedia nella catena saranno tenuti ad assicurare ed agevolare il flusso informativo dall'Intermediario Ideatore all'ultimo Intermediario

Distributore ed allo stesso modo dovranno assicurare che l'Intermediario Ideatore ottenga dall'ultimo Intermediario Distributore tutte le informazioni rilevanti sulla vendita dei prodotti. Infine i distributori che hanno una posizione intermedia dovranno applicare gli obblighi sul Governo dei Prodotti previsti per l'Intermediario Ideatore in relazione allo specifico servizio che offrono.

8. Conclusioni

La disciplina sul Governo dei Prodotti propone una nuova regolamentazione della tutela del cliente che anticipa il momento in cui viene in rilievo l'interesse del cliente e la sua tutela alla fase di creazione del prodotto. Viene quindi stabilita una modalità di vigilanza dell'intermediario che ne determina non solo i comportamenti e le modalità di interazione con il cliente finale ma le tecniche di strutturazione del prodotto e la definizione della strategia di distribuzione. Inoltre, vengono dettagliatamente definiti i ruoli e gli obblighi rispettivi dell'Intermediario Ideatore e dell'Intermediario Distributore, disciplinando una materia generalmente lasciata all'autonomia privata. La disciplina sul Governo dei Prodotti impone, pertanto, da un lato un ripensamento delle politiche interne degli intermediari per la strutturazione dei prodotti e per la definizione delle strategie di distribuzione e dall'altro un attenta riscrittura degli accordi di distribuzione che andranno adeguati al fine di riflettere le nuove regole in materia di flussi informativi tra l'Intermediario Ideatore e l'Intermediario Distributore.