

Novembre 2016

La distribuzione degli strumenti finanziari in Italia secondo le nuove raccomandazioni di Consob

Emiliano La Sala, Counsel, Allen & Overy

1. Premessa: il quadro normativo di riferimento e le finalità della Comunicazione

In data 18 ottobre 2016 Consob ha pubblicato la Comunicazione n. 0092492 avente ad oggetto la *Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale* (la **Comunicazione**). Il documento in esame si può ricondurre al più ampio *genus* delle raccomandazioni o linee guida, ossia di quei provvedimenti che non hanno natura vincolante ma consistono in una interpretazione formulata dall'Autorità di norme vigenti e che si limitano ad indicare agli operatori quelle condotte che Consob ritiene rispondenti al dettato normativo. Come tali esse sono qualificabili come strumenti di *soft law* che, sebbene ammettano la possibilità di comportamenti diversi da parte degli operatori,¹ hanno cionondimeno sugli stessi un impatto molto forte (*moral suasion*) e orientano sensibilmente il mercato.

La delibera Consob n. 19654 del 5 luglio 2016 che ha introdotto il *Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale* prevede che tale Regolamento si applichi anche alle raccomandazioni, ossia alle comunicazioni, quale quella in esame, che forniscono chiarimenti o interpretazioni di norme primarie o secondarie.

La Comunicazione dunque non introduce (né potrebbe farlo) nuove norme ma rappresenta l'interpretazione da parte dell'Autorità di alcune norme primarie e secondarie di recepimento in Italia della Direttiva 2004/39/CE (la **Direttiva MiFID**), ossia delle relative disposizioni del D.Lgs 58/1998 (il **Testo Unico della Finanza** o **TUF**) e del Regolamento Consob n. 16190 del 2007, come successivamente modificato (il **Regolamento Intermediari**).

Più nel dettaglio, la Comunicazione rappresenta un'interpretazione delle specifiche disposizioni contenute nel TUF e nel Regolamento Intermediari che disciplinano lo

¹ Si veda a tal riguardo la Relazione Illustrativa alla Comunicazione (di seguito la **Relazione Illustrativa**), pagina 13, nota 1.

svolgimento dei servizi di investimento, con particolare riguardo al servizio di collocamento di strumenti finanziari.

In particolare l'art. 21 del TUF sancisce i criteri generali che devono informare l'attività degli intermediari e che sono finalizzati alla miglior tutela del cliente, stabilendo *inter alia* che i primi si comportino “*con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*” e che devono portare, secondo l'interpretazione dell'Autorità, all'adozione di meccanismi efficaci con riguardo al prezzo, ai costi e ai tempi di conclusione dell'operazione.

In applicazione di tale norma primaria, il Regolamento Intermediari, Libro III, Parte II, ha previsto le relative norme di rango secondario che disciplinano la *Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori*.

Tale è dunque il *corpus* normativo primario e secondario cui si riferisce la Comunicazione con particolare riguardo all'attività di distribuzione degli strumenti finanziari.

In tale contesto l'obiettivo di Consob è quello di individuare appositi presidi a tutela soprattutto di quelle situazioni in cui gli strumenti siano caratterizzati da minore liquidità, con la conseguenza che le asimmetrie informative che connotano il rapporto tra il cliente e l'intermediario rendono ardua la comprensione delle caratteristiche e dei rischi delle operazioni, alterando la capacità per l'investitore di assumere delle scelte di investimento consapevoli. Tale situazione, secondo Consob, si manifesta con più evidenza nei casi in cui gli strumenti vengono offerti dall'intermediario nel suo doppio ruolo di fornitore del servizio di investimento e di emittente (c.d. *self placement*), con il rischio di veder sacrificato il summenzionato principio del perseguimento del miglior interesse del cliente. Tali circostanze, secondo l'Autorità, sono particolarmente evidenti ove non vi sia trasparenza sulle condizioni delle operazioni sul secondario e, pertanto, vi sia assenza di liquidità dei titoli e dunque di prezzi formati su mercati efficienti.

2. Le vigenti raccomandazioni dirette agli intermediari che collocano strumenti ad investitori *retail*

Gli obiettivi sopra indicati sono già stati in passato, in tutto o in parte, perseguiti da Consob e dall'ESMA mediante raccomandazioni o *opinion* che sono ad oggi ancora applicabili e anch'esse rappresentano un'interpretazione delle vigenti disposizioni della Direttiva MiFID (in particolare le *opinion* dell'ESMA) o delle disposizioni di recepimento in Italia a livello primario nel TUF e secondario nel Regolamento Intermediari.

In particolare già nel 2009 Consob, con la comunicazione n. 9019104, aveva chiarito come la liquidità dei titoli (e dunque l'attribuzione agli stessi di un prezzo efficiente) fosse una condizione indispensabile in un contesto di mercato in cui il *gap* informativo tra intermediario e cliente *retail* può pregiudicare la possibilità per quest'ultimo di

effettuare scelte di investimento consapevoli. In quell'occasione Consob invitava gli intermediari che collocano strumenti finanziari al *retail* a garantire la liquidità degli strumenti tramite opportune sedi di negoziazione o mediante l'impegno assunto contrattualmente al riacquisto dei prodotti, secondo meccanismi prefissati e coerenti con quelli relativi al *pricing* sul primario. In caso di illiquidità l'intermediario (al fine di colmare il menzionato *gap* informativo) mette a disposizione del proprio cliente un *set* informativo le cui caratteristiche sono dettagliate dalle *Linee Guida Interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi*. In tale documento sono previste i contenuti informativi minimi da fornire ai clienti; tale informativa viene riportata nella c.d. scheda prodotto.

Più recentemente Consob, con la comunicazione n. 97996 del 2014, ha ulteriormente rafforzato e definito le misure a tutela del cliente, sempre nell'ottica di consentire la possibilità di effettuare scelte di investimento consapevoli, avendo riguardo, in particolare, ai prodotti complessi. Ancora una volta si teme che, a causa della complessità degli strumenti, le menzionate asimmetrie informative tra intermediario e cliente non consentano a questi ultimi di coglierne i rischi. Pertanto Consob ha raccomandato agli intermediari, per tutti i prodotti qualificati come a complessità molto elevata (i) di adottare misure di attenzione rafforzata² e (ii) tra tali prodotti, ha individuato alcune categorie di strumenti la cui elevata complessità li rende non adatti ai clienti *retail* e in relazione ai quali si invitano gli intermediari a non distribuirli a tali categorie di soggetti (fatta salva l'adozione di specifiche misure di straordinarie volte a contenere in maniera sostanziale l'innalzato rischio di non conformità).

Anche l'ESMA ha pubblicato, con specifico riferimento ai prodotti complessi e ai prodotti strutturati, le *opinion* 146 del 7 febbraio 2014 e 332 del 27 marzo 2014 aventi anch'esse lo scopo di fornire *guidelines* agli intermediari a tutela dell'investitore che sottoscrive o acquisti tali strumenti finanziari. Obiettivo comune ad entrambe le *opinion* è quello di far sì che il servizio di investimento sia sempre svolto nel migliore interesse del cliente partendo dalla constatazione che, soprattutto nel caso di prodotti complessi, la difficoltà di comprendere rischi, costi e rendimenti possa pregiudicare la possibilità di compiere scelte di investimento consapevoli.

In particolare l'*opinion* di marzo pone l'accento (anticipando in alcuni casi temi che sono oggetto della Direttiva 2014/65/EU (c.d. MiFID 2) di prossima entrata in vigore) sulle misure di *product governance*, di *product design*, di *product testing*, sulla necessità di identificare un *target market* nonché sulle strategie di distribuzione. In estrema sintesi l'idea di fondo è che sia necessario far retroagire la tutela del cliente ad

² Es.: (a) misure per non innalzare il conflitto di interesse; (b) particolari cautele nella profilatura della clientela tramite l'acquisizione di informazioni mediante tecniche c.d. indirette e non immediatamente dichiarative al fine di evitare l'autovalutazione del cliente; (c) limiti di concentrazione del patrimonio del cliente; (d) un'informativa alla clientela con mark up di ogni costo anche implicito del prodotto e del suo *fair value*, nonché rappresentazione del rischio di credito, rischio di mercato e di liquidità e ogni altro rischio rilevante.

un momento che precede lo svolgimento del servizio di investimento, ossia al momento dell'ideazione e della strutturazione del prodotto, avendo di mira l'interesse dell'investitore. E' opinione dell'ESMA, ad esempio, che accordi adottati dall'ideatore e/o dal distributore e volti a definire le tipologie di prodotti più indicati per un certo tipo di clienti possano essere di aiuto per prevenire condotte lesive degli interessi di questi ultimi. Viene pertanto sottolineata la necessità di creare un filo diretto tra ideatore e collocatore del prodotto che ha lo scopo di favorire prassi volte a “disegnare” prodotti che soddisfino al meglio l'interesse del cliente.

3. Il contenuto della Comunicazione

Occorre in primo luogo precisare che la Comunicazione si rivolge agli intermediari che collocano strumenti finanziari. Ciò, sia qualora l'emittente provveda direttamente alla loro successiva distribuzione alla clientela, sia nel caso in cui lo stesso si avvalga di altri intermediari. In quest'ultimo caso l'intermediario riveste il ruolo di *sole distributor*.

Consob, pertanto, raccomanda a tali soggetti di avvalersi, ai fini della distribuzione degli strumenti finanziari, di una sede di negoziazione multilaterale (mercato regolamentato o MTF). Tale modalità risulterebbe, secondo Consob, maggiormente idonea ad assicurare alle negoziazioni, già in fase di mercato primario, adeguati livelli di trasparenza ed efficienza in termini di processo di formazione dei prezzi, costi e tempi di conclusione delle operazioni.

In particolare, si raccomanda di avvalersi di una sede di negoziazione tale da consentire:

- a. al soggetto che emetta strumenti finanziari, di immettere sul sistema una proposta di vendita pari all'intero ammontare dell'emissione, sia direttamente sia per il tramite di un diverso intermediario incaricato; e
- b. ai partecipanti al mercato, di immettere proposte in acquisto, in esecuzione o in relazione ad ordini di clienti ovvero per esigenze patrimoniali proprie, secondo le modalità ordinarie di immissione e gestione delle proposte attraverso le strutture informatiche di supporto delle negoziazioni, nel rispetto delle regole di esecuzione non discrezionali adottate dalla sede di negoziazione per l'ordinaria operatività di mercato secondario.

Inoltre gli intermediari sono invitati, “*ferma restando l'unicità del prezzo di regolamento delle negoziazioni concluse, a scorporare dal medesimo la componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori*” per evitare che i clienti che accedono al sistema di negoziazione multilaterale debbano sostenerne il costo pur non avvalendosi del servizio di collocamento.

Infine, Consob raccomanda ai gestori di sedi multilaterali di negoziazioni di mettere a disposizione le procedure e le funzionalità idonee a consentire la distribuzione diretta

sui sistemi gestiti di nuove emissioni di strumenti finanziari, rimuovendo eventuali vincoli o ostacoli al collocamento diretto.

Gli intermediari che non intendano utilizzare tale modalità distributiva saranno chiamati a valutare attentamente, sotto la propria responsabilità, e nell'ambito delle proprie *policy*, se il processo di distribuzione adottato in concreto rispetti adeguate condizioni di trasparenza e di efficienza.

Gli intermediari dovranno assumere le determinazioni in merito alla Comunicazione *“nel più breve tempo possibile e, comunque, entro il termine di sei mesi dalla data di adozione della stessa, dandone informativa alla Consob nell'ambito delle comunicazioni periodiche di cui alla Delibera n. 17297/2010, veicolando le informazioni, con separata evidenza, nelle relazioni sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività”*.

Ad oggi, tra le sedi di negoziazione multilaterali, Borsa Italiana prevede la modalità di distribuzione sopra descritta, che è disciplinata all'articolo 2.4.3 comma 7 del Regolamento di Borsa Italiana. Si tratta di una modalità di offerta di strumenti finanziari sul mercato primario, trattandosi di strumenti che devono ancora essere emessi, alternativa alle tradizionali forme di collocamento presso gli sportelli o mediante offerta fuori sede o on-line che non coinvolgono la piattaforma di negoziazione di Borsa. E' una modalità di distribuzione qualificabile come offerta al pubblico ai sensi degli artt. 94 e 113 del TUF, con conseguente obbligo di pubblicazione del prospetto di offerta e di quotazione.

Venendo agli aspetti relativi alla disciplina dei servizi di investimento e dunque ai temi di cui alla Comunicazione, in tale offerta - come chiarito dalla Comunicazione Consob n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014 - è in astratto possibile identificare (i) il servizio di collocamento degli strumenti ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. c-bis), del TUF e (ii) il servizio di esecuzione d'ordini, ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. b del TUF.

Il primo servizio di investimento verrebbe svolto dall'intermediario che, su incarico dell'emittente, immetta gli ordini di vendita degli strumenti nella piattaforma di negoziazione, raccogliendo le adesioni da parte degli investitori. In altri termini ove tale soggetto, sulla base di accordi con l'emittente, svolga un'attività di organizzazione di canali di distribuzione dei titoli e di ulteriori attività finalizzate ad agevolare l'incontro tra l'offerta dell'emittente e la domanda della clientela, secondo l'interpretazione fornita da Consob, si configurerebbe un servizio di collocamento.

Diversamente, ove l'intermediario sia incaricato dall'emittente meramente di immettere sulla piattaforma di negoziazione solamente ordini di vendita, senza avere alcun rapporto con l'investitore, esso sarebbe qualificabile come mero “esecutore di ordini” per conto dell'emittente, svolgendo dunque tale servizio a favore dell'emittente. Questo per quanto attiene al rapporto “a monte”.

Per quanto invece attiene al rapporto “a valle”, ossia quando l’intermediario su incarico del cliente-investitore immetta ordini di acquisto sulla piattaforma di negoziazione, lo stesso svolgerebbe un servizio di esecuzione di ordini a favore dell’investitore. Risulta evidente la distanza tra questo caso e quello, sopra analizzato, in cui su specifico accordo con l’emittente, l’intermediario collochi presso il pubblico di investitori i titoli da emettere. In questo caso infatti l’acquisto dei titoli non conseguirebbe ad un mero ordine di acquisto del cliente alla cui esecuzione l’intermediario deve provvedere. Esso rappresenta piuttosto l’adesione da parte di un investitore ad un’offerta di strumenti finanziari grazie al servizio di collocamento svolto dall’intermediario incaricato dall’emittente.

4. Alcuni spunti di approfondimento

Si riportano di seguito alcuni elementi di riflessione che, attesi gli obiettivi di sintesi della presente trattazione, non sarà tuttavia possibile approfondire in questa sede ma verranno affrontati in via preliminare nella speranza che possano essere uno spunto per ulteriori analisi.

La Comunicazione come atto di carattere non imperativo

Un primo elemento significativo è quello inerente alla qualificazione della Comunicazione sotto il profilo delle fonti di diritto, tema cui si faceva cenno all’inizio del presente contributo. Come s’è detto la Comunicazione non è qualificabile né come norma primaria né come norma secondaria, ma è riconducibile alle c.d disposizioni di *soft law*³, ossia al *genus* di quei provvedimenti che, sebbene non abbiano natura vincolante, sono espressione di un potere ordinatorio dell’Autorità e sono finalizzati ad orientare la condotta dei soggetti cui sono destinati.

Esse rappresentano, in altri termini, un’interpretazione da parte dell’Autorità di norme vigenti, raccomandando quelle condotte che la stessa ritiene conformi a tali norme. Le raccomandazioni, ciononostante, producono effetti giuridici. A tal riguardo la dottrina ha paragonato l’effetto di tali provvedimenti sull’orientamento dei giudici a quello dei precedenti giurisprudenziali che, sebbene non siano vincolanti, sono tuttavia considerati un elemento fondamentale per orientare la condotta del giudicante.

Pertanto essi, al pari delle pronunce giurisprudenziali, assolvono il compito di integrare e specificare i precetti legislativi creando, pur sempre in un sistema di *civil law* quale è quello italiano, un paradigma suscettibile di generalizzazione e applicabile come una norma giuridica⁴. Inoltre, come è stato opportunamente evidenziato, Consob può

³ F. Annunziata, “Interpretare o “legiferare”? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari”, in *Riv. Soc.*, 1995, pag. 896; R. Costi, “Il mercato mobiliare”, Torino, 2010, pag. 423; A. Minto “Brevi riflessioni sul rapporto tra precedente giurisprudenziale e funzione “paragiudiziale” dell’autorità amministrativa nella disciplina dei mercati finanziari”, in *Ric. Giur.*, 2012, II, pag. 163; and M. Rescigno, “La CONSOB: un legislatore – giudice “dimezzato”?”, in *Stato e Mercato*, 2001, pag. 109.

⁴ Cfr. A. Minto, *op.cit.*, p. 166

vantare una posizione privilegiata in termini temporali, fornendo un contributo esegetico della norma in via preventiva rispetto al corrispondente apporto dei giudici che intervengono nella successiva ed eventuale fase contenziosa.

Se pare pacifico il possibile effetto delle raccomandazioni sull'attività giudicante, meno scontate sono le conseguenze di tale impatto sotto il profilo dell'efficacia temporale delle stesse. Occorre infatti considerare che la circostanza che le raccomandazioni hanno la finalità di fornire un'interpretazione di norme già esistenti ed applicabili, potrebbe non solo orientare i giudici nella valutazione delle condotte conformi a tali norme, ma farlo anche a prescindere dalla data di entrata in vigore di tali comunicazioni. Esse, infatti, non introducendo una nuova regola (attività normativa), ma una descrizione di quelle condotte che sono ritenute conformi alla regola stessa (c.d. attività paranormativa), potrebbero portare il giudice a sanzionare condotte difformi dalle raccomandazioni, anche a prescindere dalla data di entrata in vigore fissata per le stesse dall'Autorità, atteso che le stesse fanno riferimento ad una norma già vigente. Infatti, così come non è vincolato all'interpretazione fornita dall'Autorità, il giudice potrebbe non ritenersi vincolato alle tempistiche applicative delle raccomandazioni fissate dall'Autorità stessa.⁵

Alla luce di quanto sopra, le indicazioni, contenute nella Relazione Illustrativa, circa il carattere non vincolante della Comunicazione non devono far sottovalutare i possibili effetti che la stessa può avere sui giudici.

I destinatari della disciplina

Se in fase di consultazione la bozza originaria del documento poteva generare dubbi interpretativi circa gli effettivi destinatari della disciplina, ossia se rivolta ai soli intermediari che svolgono anche il ruolo di emittenti ovvero a tutti gli intermediari, la versione definitiva e i chiarimenti forniti da Consob nella Relazione Illustrativa sembrano propendere verso questa seconda interpretazione. Pertanto la Comunicazione si applicherebbe sia all'intermediario che rivesta il ruolo di collocatore sia all'intermediario che collochi prodotti di emittenti terzi (c.d. "*sole distributor*"). In questo senso la Relazione Illustrativa nonché la nota 4 della Comunicazione precisano che il *sole distributor* conduce "*in coerenza con le connotazioni del proprio target di clientela, autonome valutazioni sugli strumenti finanziari emessi da un soggetto terzo che non abbia impiegato ai fini della loro distribuzione già sul mercato primario, una piattaforma multilaterale di negoziazione*". Inoltre la Comunicazione precisa che la raccomandazione opera anche nel caso in cui l'emittente si avvalga di altri intermediari. Infine un ulteriore indice che confermerebbe tale interpretazione è presente anche nella nota 7 della Comunicazione che include anche il *sole distributor* tra i soggetti tenuti ad "*assumere le determinazioni sulle aree trattate*" dalla raccomandazione in esame.

⁵ A ben vedere il tema non è nuovo in dottrina: senza pretendere di affrontare in questa sede il noto dibattito dottrinale, basti ricordare le c.d. leggi interpretative (c.d. interpretazione autentica) e il tema del loro effetto retroattivo rispetto alla loro entrata in vigore.

Ora, se è vero che vi è un esplicito riferimento al *sole distributor* è pur vero che il modo in cui la Relazione Illustrativa descrive la condotta cui lo stesso è tenuto (compie “autonome valutazioni”) non fugge del tutto il dubbio che in tal caso la raccomandazione risulti meno netta rispetto all’ipotesi di coincidenza della figura di emittente e intermediario, per il cui caso non vengono adoperate analoghe espressioni.

E’ ben possibile che le diverse modalità di descrizione derivino dalla circostanza che, per ragioni fattuali, il *sole distributor* è soggetto passivo nella scelta di usare o meno la piattaforma di negoziazione ai fini dell’offerta, mentre l’emittente-distributore è tenuto ad una condotta attiva (quella appunto di offrire tramite la sede multilaterale). Tuttavia l’uso di una diversa formulazione avrebbe chiarito forse ulteriormente se quell’”autonoma valutazione” sia comunque da leggersi nel senso che il *sole distributor* deve preferire in ogni caso quegli emittenti che usano la sede di negoziazione multilaterale.

Lo scorporo del prezzo

Anche il tema dello scorporo dal prezzo degli strumenti della remunerazione per i distributori aveva sollevato richieste di chiarimenti in sede di consultazione, alle quali Consob ha risposto modificando il testo della Comunicazione mediante l’inserimento di un inciso che chiarisce che il prezzo di regolamento dello strumento resta unico.

La *ratio* ispiratrice della previsione in esame sarebbe, secondo Consob, quella di evitare che la commissione remunerativa destinata ai collocatori sia inclusa nel prezzo dello strumento, concorrendone alla formazione, con ciò costringendo i clienti a sostenere costi connessi ad un’attività di collocamento senza necessariamente fruire di tale servizio ove i titoli siano acquistati sul mercato tramite un servizio di esecuzione di ordini.

Al riguardo un tema di approfondimento potrebbe essere quello legato all’ipotesi in cui l’intermediario ritenga di non conformarsi alla raccomandazione di non utilizzare la sede multilaterale di negoziazione, bensì i canali ordinari di collocamento. In tal caso, infatti, l’assenza della negoziazione sulla sede multilaterale escluderebbe per i clienti la possibilità di acquistare i prodotti sul mercato primario (sulla base di un servizio di esecuzione di ordini), potendo unicamente beneficiare del servizio di collocamento. In questa ipotesi ci si potrebbe dunque chiedere se le indicazioni di Consob circa lo scorporo siano ancora applicabili visto che non vi sarebbe il rischio che il cliente paghi una commissione implicita per un servizio di cui non ha usufruito.

La Comunicazione e la product governance (MiFID 2/MiFIR e Opinion ESMA)

La Relazione Illustrativa prende in esame le obiezioni che erano state sollevate in sede di consultazione circa il possibile conflitto tra i contenuti della raccomandazione e gli obiettivi di *product governance* sottesi alla MiFID2/MIFIR. Tali obiettivi, come è stato sopra chiarito, sono oggetto anche dell’Opinion ESMA di marzo 2014 che, a sua volta,

è stata ripresa e fatta propria dalla stessa Consob nella Comunicazione n. 97996 del 2014 sui prodotti complessi.

Colonna portante della *product governance* è, come s'è detto, l'idea che il processo di *design* dei prodotti sia guidato dalla domanda da parte dei clienti. In tal senso si richiede agli intermediari che sin dalla fase di strutturazione del prodotto tengano in considerazione i bisogni e le caratteristiche socio-economiche degli investitori e la loro tolleranza al rischio. La disciplina sulla *product governance* richiederebbe pertanto un nuovo paradigma in cui il momento in cui viene in rilievo l'interesse del cliente e la sua tutela sono anticipati alla fase di creazione del prodotto.⁶ Tale obiettivo può essere perseguito tramite accordi che vedano coinvolto l'ideatore dello strumento finanziario e il distributore al fine di garantire che fin dal momento della ideazione del prodotto si abbia come finalità il perseguimento del migliore interesse del cliente.

Pertanto, in sede di consultazione, è stato osservato come tali finalità possano essere difficilmente perseguite ove la modalità di distribuzione scelta, come quella raccomandata dalla Comunicazione, consenta di fatto l'accesso di qualunque intermediario alla piattaforma di negoziazione degli strumenti e dunque non solo di chi svolga un servizio di collocamento su incarico dell'emittente, ma anche di chi svolga un mero servizio di esecuzione d'ordini per conto dei clienti. Infatti, in tale secondo caso, l'intermediario – come precisato da Consob nella citata Comunicazione DIN/DSR/0049126 dell'11 giugno 2014 - opererebbe in assenza di alcun accordo con l'emittente e dunque senza la possibilità che la distribuzione degli strumenti finanziari da parte di quest'ultimo consegua ad una fase di scambio di informazioni tra ideatore e distributore finalizzate all'ideazione di uno strumento che sia il più adatto a perseguire gli interessi della clientela dell'intermediario. Quest'ultimo, infatti, si limiterebbe ad eseguire un ordine di acquisto impartito dal cliente svolgendo un servizio che, sebbene debba essere conforme alle disposizioni di applicazione della MiFID, non gli consentirebbe alcuna interazione con l'ideatore del prodotto secondo quella logica che vede nell'anticipazione della tutela del cliente alla fase di *product design* un valido strumento per operare nel *best interest* dell'investitore.

Pertanto, se è vero, come precisa Consob nella Relazione Illustrativa, che anche in tal caso l'intermediario dovrà “*apprestare presidi finalizzati ad individuare, nell'interesse del cliente, il target di mercato*”, mancherebbe tuttavia quel filo diretto tra ideatore ed esecutore d'ordini cui si faceva cenno sopra e che consentirebbe anche al *manufacturer* di mantenere un pieno controllo sulla distribuzione dei propri prodotti. Conseguentemente, sebbene il modello proposto da Consob ammetta la possibilità di incaricare un collocatore per la distribuzione del prodotto (e dunque di predisporre le menzionate misure di *product governance*), a differenza del modello di collocamento tradizionale non vi sarebbe in questo caso la garanzia che la distribuzione degli strumenti avvenga solo tramite tale canale e non anche a seguito di acquisti presso

⁶ S. Morlino, *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, in *Dirittobancario*, aprile 2015.

intermediari che svolgono il servizio di esecuzione di ordini; questi ultimi opererebbero senza alcun accordo con l'emittente/ideatore avente ad oggetto la *governance* del prodotto.

Si osserva inoltre che, sebbene la necessità di individuare il *target market* anche da parte dell'esecutore di ordini sia sicuramente uno dei principi della MiFID 2, quest'ultima, tuttavia, non è ad oggi ancora in vigore. Pertanto, posto che come s'è detto la Comunicazione non avrebbe lo scopo di introdurre nuove norme ma quello di individuare le condotte ritenute conformi a quelle in vigore, sembra permanere la necessità di approfondire le indicazioni fornite a tal riguardo dall'Autorità nella Relazione Illustrativa.