



Francesco Di Carlo

Mifid II, tutti gli obblighi della “product governance”

La disciplina della product governance rappresenta indubbiamente una delle principali novità della Mifid II. A livello europeo, la normativa di riferimento è rappresentata dalla Direttiva Delegata (UE) 2017/593, a livello domestico dal regolamento intermediari della Consob. Tale disciplina si caratterizza per la previsione di specifici obblighi sia in capo agli “intermediari produttori”, nella fase di definizione e approvazione degli strumenti finanziari, sia in capo agli “intermediari distributori”, nel processo distributivo degli strumenti finanziari. Con specifico riferimento ai distributori, questi sono fondamentalmente soggetti all’obbligo di adottare le procedure e le misure necessarie per prevenire casi di misselling e adoperarsi affinché gli strumenti e i servizi che intendono offrire o raccomandare e la relativa strategia di distribuzione siano compatibili con il target market effettivo dei medesimi. Sotto tale profilo, i principali adempimenti cui gli intermediari distributori sono tenuti consistono ne: (i) l’acquisizione dagli intermediari produttori delle informazioni necessarie per comprendere e conoscere gli strumenti che intendono distribuire; (ii) l’identificazione del target market effettivo e del target market negativo per ciascuno strumento finanziario distribuito; (iii) l’identificazione della strategia di distribuzione degli strumenti finanziari; (iv) la valutazione della compatibilità con le esigenze della clientela; e (v) la regolare revisione degli strumenti finanziari distribuiti. Il campo di applicazione degli obblighi di product governance inerenti la fase distributiva degli strumenti finanziari è delineato dalla nozione stessa di “intermediari distributori”, definiti come “gli intermediari che offrono o raccomandano strumenti finanziari ai clienti”. Posto che la disciplina normativa non individua espressamente i servizi di investimento ai quali trovano applicazione le norme in materia di product governance, è lasciato all’interprete il compito di individuare gli specifici servizi di investimento nei quali si realizza l’“offerta” o la “rac-

comandazione” di strumenti finanziari. A tali fini, sulla base delle indicazioni fornite dall’ESMA si è affermata l’impostazione secondo cui il servizio di gestione di portafogli rientrerebbe nel novero dei servizi distributivi. Sotto tale prospettiva, l’inserimento di un determinato strumento finanziario nel portafoglio di un cliente realizzerebbe una forma di raccomandazione o di offerta del medesimo. Da tale importazione, che scolora la rigida distinzione e categorizzazione dei diversi servizi di investimento, discende che gli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafogli sono tenuti a dotarsi, rispetto allo stesso, delle misure e procedure richieste dalla disciplina sulla product governance, rispettando gli obblighi previsti per i distributori. Tuttavia, l’assimilazione della gestione di portafogli ad un servizio distributivo richiede dei necessari adattamenti ai fini di un’applicazione delle regole sulla product governance coerente con la natura della gestione di portafogli. Con riguardo alla natura della gestione, va considerato che l’elemento qualificante questo servizio è la discrezionalità del gestore nell’assumere le decisioni di investimento del patrimonio del cliente in quanto momenti di realizzazione di una complessiva strategia gestoria. La verifica di compatibilità richiesta in ambito di product governance andrebbe quindi verificata innanzitutto avendo riguardo alle caratteristiche della gestione, che condizionano la composizione complessiva del patrimonio affidato in gestione. L’art. 72, c. 1, del Regolamento Intermediari sembra confermare tale impostazione, stabilendo che i distributori adottano procedure volte a garantire che gli strumenti e “i servizi” che intendono offrire o raccomandare siano compatibili con il mercato di riferimento e facendo quindi intendere che vi sono ambiti di offerta/raccomandazione in relazione ai quali la compatibilità va verificata a livello di “servizio” e non dei singoli strumenti che vengono compravenduti per conto del cliente. Alla luce di quanto precede sembrerebbe corretto interpretare la laconica indicazione dell’ESMA secondo la quale la gestione va considerata quale servizio distributivo nel senso che, una volta verificato in sede di distribuzione del servizio che la “linea” di gestione offerta sia compatibile con il mercato di riferimento, è fatto altresì obbligo al gestore di acquisire una piena conoscenza degli strumenti finanziari oggetto di investimento al fine di accertarne la compatibilità con le caratteristiche del servizio.