

*Inviata tramite il SIPE*

Milano, 8 giugno 2016

Spett.le  
**CONSOB**  
Divisione Intermediari  
Divisione Mercati  
Via G.B. Martini 3  
00198 - ROMA

Prot. n. 21/16  
MFE/gc

**Oggetto: Consultazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale**

### Premessa

La consultazione sul tema in oggetto si inserisce nel filone di iniziative intraprese da codesta Autorità (i.e. Comunicazioni sui prodotti finanziari illiquidi e su quelli complessi) per promuovere condizioni di maggiore trasparenza, efficienza e liquidità del mercato, il tutto nell'ottica di mitigare il rischio di comportamenti non in linea con il miglior interesse della clientela. Pur condividendo il predetto obiettivo, rileviamo che allo stesso sono già fortemente orientate molteplici discipline di derivazione UE *-ex multis*, MiFID, normativa Prospetti e CRR- nonché iniziative di autoregolamentazione -i.e. Linee guida interassociative sui prodotti finanziari illiquidi-, per conformarsi alle quali gli intermediari hanno approntato i necessari presidi e orientato di conseguenza le proprie condotte.

La circostanza che il *best interest* della clientela sia stato, in casi limitati, disatteso a favore di interessi propri dell'ente deve considerarsi il risultato di condotte devianti poste in essere da

# ASSOSIM

alcuni soggetti chiave dell'organizzazione interna di pochi intermediari. Una generalizzazione dei recenti accadimenti sarebbe pertanto impropria e non rispondente a quello che è invece il quadro di insieme. Non sarebbe parimenti corretto ricondurre detti episodi a lacune disciplinari. Anzi, proprio il continuo susseguirsi e sovrapporsi di interventi regolamentari rende per gli intermediari il *set* disciplinare complesso e difficile da implementare. È facile desumere come a ciò possa conseguire un “effetto indesiderato”, vale a dire un sistema meno incisivo ed efficace rispetto agli obiettivi prefissati.

Ciò premesso, in esito al confronto con i nostri Associati, desideriamo esprimere le nostre considerazioni sul documento posto in consultazione in accordo ai seguenti aspetti (ciascuno come meglio tratteggiato nel relativo paragrafo):

- A. Portata precettiva della Raccomandazione**
- B. Perimetro di applicazione**
- C. Mercato primario**
- D. Mercato secondario**
- E. Internalizzatori sistematici**
- F. *Unbundling* della componente di prezzo funzionale alla remunerazione dei distributori**
- G. Proposte**

\*\*\*\*\*

## **A. Portata precettiva della Raccomandazione**

A titolo di premessa generale, come già evidenziato nell'ambito della consultazione sulla distribuzione dei prodotti complessi alla clientela *retail*, la scrivente Associazione desidera sottolineare come la Raccomandazione, ancorché formalmente non vincolante, abbia una valenza sostanzialmente prescrittiva.

Infatti, sebbene la Raccomandazione preveda la possibilità di non conformarsi alla stessa (“*comply or explain*” – cfr. ultimo paragrafo del documento), Consob dichiara che “le decisioni assunte [al riguardo] dagli intermediari contribuiranno ad orientare le azioni di vigilanza dell'Istituto, improntate a logiche *risk-based*”. In ragione del citato carattere sostanzialmente precettivo, la Raccomandazione introdurrà, di fatto, in un contesto fortemente armonizzato quale quello della regolamentazione finanziaria, una disciplina squisitamente

domestica, che porrà gli intermediari italiani in una condizione di *unlevel playing field* rispetto a quelli UE, non soggetti ad analoghi obblighi<sup>1</sup>.

Inoltre, la Raccomandazione avrà di fatto l'effetto di orientare le scelte di *business* verso prefissati modelli distributivi di mercato, precludendo agli intermediari libere determinazioni, malgrado il connotato strategico delle stesse.

## **B. Perimetro di applicazione**

Il documento di consultazione si riferisce genericamente agli “strumenti finanziari”. Non viene pertanto delimitato il perimetro di applicazione per tipologia di strumento (obbligazione, strumento derivato cartolarizzato, azione), così inducendo a ritenere che la Raccomandazione abbia una portata ad amplissimo spettro. Ad avviso della scrivente -anche tenendo conto delle indicazioni ricevute per le vie brevi<sup>2</sup> da parte di codesta Autorità- la Raccomandazione dovrebbe invece applicarsi ai soli strumenti obbligazionari.

Infatti, una sua estensione ai *covered warrant/certificates* non sarebbe giustificata, posto che tali strumenti *i*) sono già oggi generalmente ammessi a negoziazione su piattaforme multilaterali; *ii*) sono ricompresi nell'alveo dei prodotti complessi con conseguente applicazione del relativo regime. L'inclusione delle azioni nel perimetro oggettivo avrebbe addirittura effetti sproporzionati rispetto all'obiettivo di assicurare “adeguati livelli di trasparenza ed efficienza” (i.e. tutti gli intermediari dovrebbero essere “quotati!”).

## **C. Mercato primario**

Riguardo al canale distributivo di mercato raccomandato da Consob, richiamiamo le considerazioni sopra esposte relativamente ai profili di pregiudizio per la libertà imprenditoriale e di *unlevel playing field*. Con riferimento a tale ultimo aspetto, rileviamo inoltre che, sebbene sia ipotizzabile che i mercati italiani modificino i propri regolamenti per contemplare modalità distributive aderenti alle raccomandazioni dell'Autorità, è improbabile che MR e MTF UE decidano di procedere in tal senso, sulla base di una specificità nazionale. Conseguentemente, da un lato gli emittenti italiani sarebbero di fatto limitati nella scelta della

---

<sup>1</sup> Tale circostanza permarrà anche con l'entrata in vigore della MiFID2, la quale non interviene sulle materie oggetto della Raccomandazione.

<sup>2</sup> Si fa riferimento all'incontro informale con Consob del 14 aprile 2016.

# ASSOSIM

piattaforma di “*listing*” dei propri titoli, dall’altro si verrebbe a creare un ostacolo alla libera prestazione dei servizi in contrasto con i principi sanciti dai Trattati UE.

La limitazione sarebbe ancora più stringente qualora si ritenesse che il richiamo contenuto nel documento di consultazione alla Comunicazione Consob dell’11 giugno 2014 -riguardante il modello di distribuzione adottato per il BTp Italia- escludesse il ricorso a diverse modalità distributive, comunque realizzate sul mercato (ad es. il “*listing diretto*” disciplinato dal Regolamento di Borsa Italiana).

Riguardo l’obiettivo di “mitigare rischi di comportamenti non in linea con il miglior interesse della clientela”, soprattutto laddove gli intermediari ricorrano al “*self-placement*”, rileviamo che la correttezza dei comportamenti non dipende dal canale distributivo prescelto, ma dall’adesione sostanziale alle norme di condotta (l’intermediario “non virtuoso” potrebbe comunque “promuovere” presso la clientela l’acquisto sul mercato degli strumenti *branded!*).

Inoltre, la distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede multilaterale, secondo una logica di *open architecture*, potrebbe sì favorire la confrontabilità degli strumenti quotati, ma al contempo potrebbe mettere in difficoltà l’investitore *retail*, non avvezzo a operare una corretta comparazione, in fase di primario (in cui il prezzo non è determinato da domanda e offerta), tra strumenti disomogenei per *standing* dell’emittente, caratteristiche economiche e rischiosità. A ciò si aggiunga che la distribuzione telematica raccomandata da Consob avrebbe l’effetto di accrescere il numero di sottoscrizioni provenienti da canali *on-line*, presidiati generalmente dalla sola appropriatezza o addirittura in regime di *execution only* (e quindi privi dell’apporto consulenziale dell’intermediario).

In relazione all’obiettivo di “assicurare che la distribuzione degli strumenti finanziari soddisfi adeguati livelli di trasparenza ed efficienza”, rileviamo che allo stesso risulta già indirizzata la disciplina del prospetto, che richiede, *inter alia*, indicazioni puntuali in merito alle componenti del prezzo di offerta degli strumenti finanziari. Non comprendiamo quindi quale ulteriore apporto informativo sia assicurato dalla distribuzione su una piattaforma multilaterale.

## **D. Mercato secondario**

Per quanto concerne la finalità di assicurare liquidità agli strumenti finanziari, osserviamo che il mercato non è di per sé garanzia di liquidità/liquidabilità. Infatti, molti strumenti quotati scambiano solo nel primo periodo successivo all’ammissione alle negoziazioni, per poi divenire sostanzialmente illiquidi e di fatto non liquidabili. Al riguardo, la stessa Consob ha

# ASSOSIM

osservato, nell'ambito della Comunicazione sui prodotti finanziari illiquidi, che “la condizione di liquidità [è] presunta ma non assicurata di diritto dalla quotazione del titolo in mercati regolamentati o in MTF”.

Inoltre, evidenziamo che, al fine di promuovere scambi regolari degli strumenti finanziari, spesso i regolamenti dei mercati prevedono, tra i requisiti di ammissione, un'*issuance size* minima (ad oggi, per il MOT la soglia minima per le obbligazioni bancarie è di € 15 milioni, salvo deroghe laddove sia assicurato comunque un “mercato sufficiente”). Ciò suggerisce che l'ammissione alle negoziazioni su una piattaforma multilaterale non sia una soluzione percorribile sempre e comunque, dovendo la stessa sottostare a condizioni che salvaguardino la regolarità degli scambi.

Sotto il profilo della trasparenza, che Consob intende rafforzare, occorre considerare che la *pre-trade* e *post-trade transparency*, oggi sempre assicurata da MR e MTF italiani, non sarà più garantita nel nuovo regime MiFID2. Le Autorità competenti potranno (e, presumibilmente, “dovranno” in un quadro armonizzato), infatti, prevedere che gli obblighi di trasparenza per gli strumenti *non-equity* si applichino solo in presenza di adeguata liquidità degli stessi; quest'ultima, per i titoli di nuova emissione, sarà parametrata al controvalore emesso (allo stato €1 miliardo nella prima fase di applicazione della disciplina, di gran lunga superiore all'*issuance size* media delle obbligazioni bancarie *branded*). Conseguentemente, l'auspicata trasparenza non conseguirà automaticamente alla negoziazione su una piattaforma multilaterale.

## **E. Internalizzatori sistematici**

Ai sensi del regime del 2009 in materia di prodotti illiquidi, la liquidità/liquidabilità degli strumenti finanziari può essere assicurata anche da sedi di esecuzione bilaterali, *in primis* gli internalizzatori sistematici che si espongano in via continuativa a prezzi coerenti con quelli adottati per la valorizzazione del portafoglio titoli di proprietà. Questi ultimi sembrerebbero invece esclusi dalle sedi di negoziazione *fully compliant* con la Raccomandazione Consob. Da ciò risulterebbe una forte discriminazione, con conseguente svantaggio competitivo, degli IS, pur avendo gli stessi lo *status* di *trading venue* nel regime MiFID1 e conservando una disciplina autonoma nel regime MiFID2.

## **F. *Unbundling* della componente di prezzo funzionale alla remunerazione dei distributori**

La raccomandazione di scorporare dal prezzo dello strumento finanziario offerto tramite l'infrastruttura del mercato la componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori (di cui è comunque data separata evidenza nel prospetto) renderebbe di fatto impossibile applicare alla clientela commissioni di collocamento per gli strumenti sottoscritti, anche nel caso in cui nell'operazione intervengano uno o più collocatori con il fine di agevolare l'incontro tra l'offerta di strumenti finanziari e la domanda dei clienti, a beneficio del successo dell'operazione. Nella percezione del cliente, interessato alla mera sottoscrizione dei titoli, l'attività posta in essere dall'intermediario membro del mercato sarebbe infatti la medesima sia in presenza di un accordo di distribuzione tra il membro del mercato e l'emittente (e conseguente qualificazione del servizio al cliente come "collocamento"), sia in difetto di tale accordo (e conseguente qualificazione del servizio al cliente come "esecuzione di ordini per conto dei clienti").

In merito a quanto sopra si osserva che, essendo il servizio di collocamento orientato al buon esito dell'offerta, l'impossibilità della sua remunerazione da parte del cliente comporta che i relativi oneri vengano interamente sostenuti dall'emittente, con aggravio, quindi, dei costi di emissione/*funding* e conseguente pregiudizio del canale di finanziamento alternativo a quello bancario.

Un simile assetto potrebbe dunque "scoraggiare" le future emissioni, con un effetto esattamente opposto a quello perseguito in ambito UE nel contesto della CMU.

## **G. Proposte**

Sulla base di tutto quanto sopra, chiediamo a codesta Autorità di valutare l'opportunità di condurre e pubblicare, preliminarmente all'emanazione della Raccomandazione, un'analisi di impatto delle proposte oggetto del documento di consultazione. Ciò consentirebbe a tutti i soggetti interessati di meglio comprenderne gli effetti sulle strategie commerciali e sul *funding* degli intermediari.

Qualora codesta Autorità intenda, anche a seguito dell'analisi di impatto, effettivamente procedere ad emanare la Raccomandazione, la scrivente, alla luce di tutto quanto precede, propone di non adottare misure per la fase distributiva, la quale rimarrebbe quindi rimessa alle libere determinazioni degli intermediari. Questi ultimi si renderebbero però disponibili a richiedere l'ammissione alle negoziazioni dei propri strumenti obbligazionari alla prima data

# ASSOSIM

utile. In particolare, analogamente a quanto indicato nell'ambito della FAQ n. 18 relativa alla distribuzione di prodotti complessi, sarebbe prevista, quale condizione negoziale che determini l'efficacia dell'offerta, la circostanza dell'adozione del provvedimento di ammissione a quotazione prima della data di regolamento o di emissione dell'obbligazione (se diversa), con avvio delle negoziazioni alla prima data utile (il tutto a condizione che siano rispettati i requisiti stabiliti dal gestore del mercato per l'ammissione alle negoziazioni). Alternativamente, l'emittente potrebbe prevedere quale condizione negoziale che determini l'efficacia dell'offerta la circostanza dell'avvio delle negoziazioni su un internalizzatore sistematico immediatamente dopo la data di regolamento dei titoli.

\*\*\*

Restando a disposizione per eventuali chiarimenti, si coglie l'occasione per porgere i più cordiali saluti.

Il Segretario Generale  
Gianluigi Gugliotta

