

Il Presidente

Prot. 11/19

Milano, 28 febbraio 2019

Gentilissima prof.ssa  
Anna Genovese  
Presidente Vicario  
Consob

*A mezzo SIPE*

**Oggetto: Consultazione pubblica su alcune proposte di modifica del Regolamento in materia di mercati adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017.**

Gentilissima Professoressa Genovese,

a nome dei membri del Comitato Direttivo di Assosim, Le esprimo il totale disaccordo dell'associazione sulla proposta di modifica dell'art. 4 del Regolamento Mercati (di seguito la "**Proposta**"), messa in consultazione lo scorso 15 febbraio dall'Autorità da Lei presieduta e di cui al documento in oggetto.

Mi corre l'obbligo di sottolineare, in primo luogo, il lasso di tempo inusualmente e immotivatamente breve concesso per rispondere a tale consultazione. Riteniamo assolutamente necessario, al riguardo, che la Consob prolunghi di almeno altri 30 giorni tale termine, così da consentire agli intermediari di valutare adeguatamente gli impatti della Proposta sulle attività di mercato primario oggi loro riservate e i suoi potenziali effetti anticoncorrenziali. Tale necessità è ancor più evidente ove si consideri che nel documento in consultazione non viene fornita alcuna indicazione sul nesso tra la Proposta e la Brexit, che potrebbe avere invece rilevanza decisiva al fine di consentire alle parti interessate di esprimere una posizione pienamente informata. Ed infatti, il tema dell'ampliamento dei canali di *funding* per gli emittenti è ben noto e all'attenzione di *stakeholders* e *regulator* (con conseguenti iniziative anche a livello UE) da ben prima che il Regno Unito decidesse di recedere dall'Unione europea,

mentre la Proposta danneggia chiaramente gli operatori italiani che operano sul mercato in un competitivo regime di *level playing field*. Anche alla luce delle considerazioni sopra esposte (e di quelle che saranno svolte nel prosieguo) chiediamo espressamente all’Autorità da Lei presieduta di essere sentiti in una audizione sul tema in esame quanto prima.

Riteniamo inoltre assolutamente incoerente e inopportuno che, nel momento stesso in cui la Consob, alla luce della Brexit, ha ritenuto di doversi interrogare sull’opportunità per il Governo di esercitare il *golden power* esteso dalla Legge n. 172 del 2017 alle infrastrutture finanziarie di mercato (Quaderno giuridico n. 20: “*La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica - Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie*”), l’Autorità stessa proponga di rimuovere i limiti che oggi impediscono ai gestori di infrastrutture di mercato italiane di proprietà del Gruppo London Stock Exchange di avere accesso alle attività riservate dal legislatore agli intermediari finanziari italiani. E ciò, a maggior ragione, ove si consideri il ruolo strategico, per il sistema economico nazionale, delle specifiche attività che si vorrebbero consentire ai gestori di tali infrastrutture, sostanzialmente riconducibili al collocamento degli strumenti finanziari emessi dalle imprese e, quindi, all’approvvigionamento delle risorse finanziarie strumentali alla loro crescita e internazionalizzazione.

Le segnalo, a questo punto, che la natura pubblicistica delle attività di controllo che vengono demandate dall’ordinamento al gestore del mercato non possa essere connessa -neanche per il tramite di società partecipate- ad attività *profit driven* diverse dalla gestione delle piattaforme stesse e dalle attività a questa strettamente connesse e strumentali.

La Proposta, alla luce delle considerazioni esposte, solleva particolare preoccupazione per la presenza di conflitti di interessi - anche se ovviamente gestibili sul piano formale - considerato che a entità appartenenti a uno stesso gruppo sarebbero demandati l’ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari sulle piattaforme di mercato e i collocamenti eventualmente prodromici a tale ammissione alle negoziazioni. Conflitti che potrebbero nuocere anche alla fiducia riposta dai risparmiatori nei mercati finanziari e danneggiare anche l’economia nazionale.

In particolare, la posizione del gestore del mercato in Italia e naturale destinatario della Proposta, ovverosia Borsa Italiana S.p.A., che è parte del London Stock Exchange Group, *holding* che controlla il 100% della stessa Borsa Italiana S.p.A. e il 100% di London Stock Exchange plc. è in palese violazione del *level playing field* tra gestori di mercati regolamentati a livello UE.

\* \* \*

Premesso quanto sopra, Le esponiamo di seguito alcune nostre ulteriori osservazioni sulla Proposta, non senza aver preliminarmente ribadito la necessità di concedere all'industria un termine di ulteriori 30 giorni per fornire eventuali ulteriori considerazioni in merito.

In primo luogo, esprimiamo perplessità in merito alla riconducibilità dell'attività descritta nel documento di consultazione (i.e. facilitazione dell'incontro tra società che intendono reperire capitali e investitori istituzionali) alla "mediazione", definita, in attuazione della MiFID, dall'art. 1, comma 5-*sexies* del TUF come "*l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro*". Alla luce della lettera della norma non comprendiamo, infatti, come le categorie di attori coinvolte (ovverosia emittenti e investitori istituzionali) possano essere considerate entrambe "investitori". Piuttosto, l'attività di messa in contatto dei soggetti citati deve essere ricondotta al novero delle attività tipiche svolte sul mercato primario da soggetti autorizzati al diverso servizio di collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente.

In secondo luogo, sottolineiamo come la modifica proposta contrasti con la disciplina TUF, sempre di derivazione MiFID, che prevede che gli intermediari abilitati abbiano un oggetto sociale esclusivo. Ciò significa che gli stessi, oltre ai servizi di investimento, possano svolgere solo attività che l'ordinamento considera connesse o strumentali ai primi. Le attività connesse o strumentali non possono essere mai costituite da servizi o attività di investimento.

Se questa regola si applica ai soggetti abilitati, a maggior ragione e in coerenza con la norma si deve applicare anche alla società che gestisce un mercato regolamentato, che, pur non essendo ricompresa nella definizione di soggetti abilitati, in quanto non presta servizi ed attività di investimento, si vede sottoposta agli stessi principi. L'art. 64 TUF, infatti, ripropone lo stesso schema secondo cui l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari è riservata e può essere esercitata solo da una società per azioni che sia stata autorizzata dalla Consob.

Il comma 2 del richiamato art. 64 TUF attribuisce alla Consob stessa il potere di individuare le attività connesse e strumentali che possono essere svolte dal gestore del mercato regolamentato. È di tutta evidenza che dette attività, proprio perché connesse e strumentali, non possono essere costituite da servizi e attività di investimento.

L'art. 4, comma 2, del Regolamento Mercati definisce quali siano le partecipazioni detenibili

dalla società che gestisce il mercato regolamentato. Non vi è dubbio che l'assunzione di una partecipazione di controllo in una società rappresenta una modalità di esercizio, in via indiretta, di un'attività. Infatti, il comma 2 del citato art. 4 attualmente dispone che *"i gestori dei mercati regolamentati possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1"*. In modo del tutto coerente quindi l'attuale versione della seconda parte del comma 2 prevede che i gestori *"possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, nonché in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione"*.

Da ciò consegue che la modifica proposta volta a consentire ai gestori di assumere partecipazioni in *"società autorizzate al solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini che svolgono in via esclusiva l'attività di mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-sexies, del Testo Unico"* confligge inesorabilmente con il principio di oggetto sociale esclusivo in quanto finisce per consentire ai gestori di svolgere, in via indiretta, un servizio di investimento.

Ciò non è possibile in quanto, come si è visto, i gestori possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività connesse e strumentali di cui al comma 1. Ma l'attività di mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-sexies, del Testo Unico, è un servizio di investimento e quindi non può essere ricompresa nelle attività connesse e strumentali.

Ad ulteriore riprova della obiezione proposta milita la circostanza che codesta Commissione non propone di modificare l'elenco delle attività connesse e strumentali esercitabili dai gestori, ma si limita a modificare il regime delle partecipazioni detenibili.

Ma queste sono due facce della stessa medaglia, in quanto, come si è detto, l'assunzione di partecipazione rappresenta un modo indiretto di esercizio dell'attività.

Se davvero la modifica proposta fosse percorribile, si sarebbe potuto modificare l'elenco delle attività connesse e strumentali ricomprendendo anche l'attività di mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-sexies, del Testo Unico. Ma ciò non è stato fatto evidentemente perché avrebbe creato un conflitto insanabile con il disposto dell'art. 18, comma 1, TUF in cui si dispone che *"l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane, alle banche UE e alle imprese di paesi terzi"*.

Gli stessi limiti che i gestori hanno all'esercizio in via diretta si applicano all'esercizio in via indiretta, ossia attraverso il regime delle partecipazioni detenibili. Ecco perché la modifica proposta in sede regolamentare, confliggendo con una norma di rango primario e con i principi presenti nel TUF, non sembra percorribile.

Svolgiamo infine alcune considerazioni che riguardano l'impatto della ipotizzata modifica sulla concorrenza. Riteniamo infatti che ricorrano diversi motivi per concludere che l'intervento prospettato possa favorire l'emergere di criticità sotto il profilo *antitrust*.

Al riguardo va anzitutto ricordato che Borsa Italiana – come rilevato dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (“AGCM”) – è un “operatore dominante nel mercato a monte della gestione delle piattaforme in Italia, in quanto soggetto gestore delle infrastrutture su cui avviene la quota maggioritaria delle negoziazioni di titoli finanziari italiani”<sup>1</sup>. A valle di tale mercato – per quanto d'interesse in questa sede - si colloca il mercato della negoziazione di valori mobiliari per conto terzi, ove operano gli intermediari finanziari come le SIM e le banche. Vi è dunque una relazione verticale tra il soggetto che opera nel mercato a monte (i.e. Borsa Italiana) e gli operatori attivi nel mercato a valle (gli intermediari finanziari)<sup>2</sup> che scambiano i titoli quotati su Borsa Italiana.

In tale contesto, si inserisce la modifica in discussione, che - rimuovendo il vincolo regolamentare oggi sussistente - consentirebbe a Borsa Italiana di fare ingresso nel mercato (contiguo) su cui operano gli intermediari finanziari, e aumentare il grado di integrazione verticale. Le attività previste nella modifica in consultazione, ossia quelle di ricezione e trasmissione di ordini nella forma della mediazione ai sensi dell'art. 1, comma 5-*sexies* del TUF, si pongono infatti in un rapporto di complementarità e completamento rispetto a quelle di gestione dell'infrastruttura di negoziazione, rivolgendosi alla stessa platea di clienti (investitori ed emittenti), ed essendo, ad esempio, ovvio che a un emittente interessato a raccogliere capitale presso una pluralità di investitori potrà essere tipicamente offerto anche il servizio di *listing*. Analogamente, saranno clienti potenziali del servizio di *listing* gli stessi soggetti interessati agli ulteriori servizi accessori che la SIM in questione potrà offrire quali: (a) la consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; (b) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari ivi

---

<sup>1</sup> Cfr. AGCM, A482 - E-Class/Borsa Italiana, Provvedimento n. 25859, § 11

<sup>2</sup> Così la recente decisione della Commissione Europea, che ha vietato la concentrazione tra Deutsche Börse e London Stock Exchange (M7995, 29 marzo 2017, par. 5.2.2)

compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento; (c) la ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari; (d) i servizi prestati nel ruolo di Sponsor rispetto al Mercato Telematico Azionario o di Nomad con riferimento ad AIM Italia o rispetto all'emissione di titoli di debito negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione.

Ora, un *incumbent* integrato, con presenza su altri mercati, a valle e/o contigui, ha evidentemente elevati incentivi a porre in essere condotte volte ad escludere i propri concorrenti, puntando sui vantaggi derivanti dalla propria presenza sul mercato in cui è dominante.

Da questo punto di vista, appare opportuno richiamare le Linee Guida sulle concentrazioni non orizzontali della Commissione Europea, che dettano i criteri per valutare *ex ante* l'impatto concorrenziale delle operazioni di concentrazione tra soggetti operanti a livelli diversi della filiera, e dunque – *mutatis mutandis* – anche l'impatto dell'eventuale ingresso di Borsa Italiana sul mercato a valle della negoziazione di valori mobiliari per conto terzi<sup>3</sup>. In particolare, la Commissione ha evidenziato come *“la combinazione di prodotti su mercati collegati può dare all'impresa risultante dalla concentrazione la possibilità e l'incentivo di far 'leva' su una forte posizione in uno di tali mercati per estenderla ad un altro mercato, mediante vendite abbinate o aggregate (i cosiddetti 'tying' o 'bundling') o altre pratiche di esclusione”*<sup>4</sup>.

Al riguardo, si rileva come la presenza di una società di intermediazione mobiliare collegata a Borsa Italiana sarebbe certamente considerata con maggior favore da parte delle società che intendano quotarsi sul mercato o collocare strumenti finanziari: e ciò tanto più che – da prassi – le società che intendono compiere tali operazioni sono solite rivolgersi a Borsa Italiana prima ancora di individuare una SIM che si occupi del collocamento dei titoli sul mercato. Se dunque il “primo contatto” avviene con Borsa Italiana, sarà ancor più semplice per quest'ultima

---

<sup>3</sup> Una prima verifica è quella relativa alla dominanza sul mercato a monte o principale, che in questo caso, come già ricordato, è pacifica (*Orientamenti*, cit. par. 33-39). Analogamente è previsto questo requisito con riguardo ai completamenti di gamma (par. 99), rispetto ai quali è precisato inoltre che i prodotti devono essere acquistati dai medesimi clienti (par. 98) e che esista una *“ampia base comune di clienti per i singoli prodotti interessati”* (par. 100). Altrettanto evidente che nel caso in esame ricorrano questi requisiti, come già osservato per il caso dei servizi di listing. Altro esempio assai significativo sono i diversi servizi di consulenza offerti da Borsa Italiana con il nome commerciale Elite.

<sup>4</sup> *Orientamenti* relativi alla valutazione delle concentrazioni non orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (2008/C 265/07), par 93, dove si precisa altresì che *“non vi è una definizione consolidata dello sfruttamento di questo «effetto leva» (leveraging) ma, in senso neutro, ciò implica essere in grado di aumentare le vendite di un prodotto su un mercato (il «mercato del prodotto principale»), grazie alla forte posizione sul mercato del prodotto al quale è vincolato o abbinato (il «mercato del prodotto abbinato» o il «mercato con effetto leva»).*”

indirizzare tali operatori verso la propria SIM.

Né tale effetto “preclusivo” risulta mitigato da altri fattori: in primo luogo, infatti, non vi sono vincoli o limiti alla fornitura di servizi di intermediazione finanziaria ciò che consentirebbe a Borsa Italiana di acquisire agevolmente quote nel mercato a valle<sup>5</sup>; inoltre, non vi sono alternative per le imprese operanti sul mercato a valle (non solo non esistono gestori alternativi ma i rilevanti effetti di rete rendono assai improbabile l’ingresso di nuovi operatori) registrandosi l’assenza di imprese che anche potenzialmente possano dotarsi di eguale struttura a due livelli per poter competere alla pari con Borsa Italiana (ciò che richiederebbe a un intermediario finanziario non solo di entrare nel mercato della gestione di piattaforme di scambio, ma di raggiungere un volume minimo capace di rappresentare un’effettiva alternativa alle piattaforme gestite da Borsa Italiana).

Si tratta di un complesso di circostanze che rendono pressoché certo il verificarsi di effetti distorsivi sulla concorrenza<sup>6</sup>. E d’altronde, tali erano le preoccupazioni manifestate dall’AGCM nell’ambito dell’istruttoria a carico di Borsa Italiana nell’ambito del già menzionato caso A482, in cui si ipotizzava che la società – tramite una propria controllata attiva in un mercato a valle – avesse l’obiettivo di “*favor[ire] la migrazione dei clienti sull’offerta [della società da essa controllata], marginalizzando la posizione di mercato dei [concorrenti], con intento escludente*”<sup>7</sup>. Per quanto sia doveroso precisare che quell’istruttoria non ha determinato il definitivo e pieno accertamento di un abuso di posizione dominante, poiché è stata chiusa con l’accettazione degli impegni proposti da Borsa Italiana, si tratta di un precedente certamente significativo ai fini della valutazione della modifica messa a consultazione: e ciò specie ove si consideri che la chiusura dell’istruttoria è stata possibile **solo** tramite la presentazione di impegni di natura strutturale, che – prevedendo la cessione del ramo di azienda attivo nel mercato a valle - hanno “*po[sto] fine all’integrazione verticale*” di Borsa Italiana<sup>8</sup>.

Per tali ragioni, ASSOSIM esprime la propria legittima preoccupazione anche come

---

<sup>5</sup> “L’incentivo per l’impresa integrata ad aumentare i costi dei concorrenti dipende altresì dal grado di probabilità che la domanda a valle venga sottratta ai concorrenti oggetto di preclusione e dalla porzione di tale domanda che la divisione a valle dell’impresa integrata sarebbe in grado di acquisire. Tale parte sarà verosimilmente tanto più elevata quanto minore sarà la limitazione della capacità della nuova impresa rispetto ai concorrenti a valle non oggetto di preclusione e quanto più stretto sarà il rapporto di sostituibilità tra i prodotti della nuova impresa e quelli dei concorrenti oggetto di preclusione.” (Orientamenti, cit., par. 42).

<sup>6</sup> A queste valutazioni sono dedicati i parr. 47 e ss., e 111 e ss. per gli effetti di preclusione da completamento di gamma, degli Orientamenti.

<sup>7</sup> Cfr. AGCM, A482 - E-Class/Borsa Italiana, Provvedimento n. 25415, § 27

<sup>8</sup> Cfr. AGCM, A482 - E-Class/Borsa Italiana, Provvedimento n. 25859, § 29. In particolare, è stata prevista la cessione a terze parti indipendenti del ramo d’azienda operante nel mercato contiguo, della fornitura di servizi di informazione finanziaria.

rappresentante delle imprese che si troverebbero a subire direttamente le conseguenze dannose di tali effetti distorsivi della concorrenza.

Poiché sono in gioco anche conseguenze indirette negative sui clienti e utilizzatori finali, e più in generale impatti della modifica normativa ipotizzata sull'assetto concorrenziale complessivo dei mercati interessati, l'esponente ritiene inoltre necessario che il processo di confronto sulla modifica in esame includa l'acquisizione del parere, oltre che di Banca d'Italia per i profili di competenza, anche dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, in applicazione e anticipazione dei suoi compiti istituzionali di *advocacy* (a norma dell'art. 21 della L. 287/90).

Michele Calzolari

