

**Risposta ABI alla consultazione Consob  
sulla distribuzione degli strumenti  
finanziari tramite una sede di  
negoziazione multilaterale**

Giugno 2016

## Premessa

L'ABI condivide i principi generali e gli obiettivi della Raccomandazione volta a far sì che gli intermediari adottino sistemi e misure operative in grado di assicurare che la distribuzione degli strumenti finanziari soddisfi adeguati livelli di trasparenza ed efficienza.

In un contesto normativo e di mercato caratterizzato da frequenti e rapidi mutamenti, nonché dalla coesistenza di emittenti/intermediari di dimensioni ed operatività molto diverse, anche un'ampia flessibilità circa i modelli operativi ammessi per conferire liquidità agli strumenti finanziari destinati agli investitori al dettaglio risponde ai principi sopra esposti.

Riteniamo pertanto opportuno fornire alcune considerazioni per favorire una più ampia riflessione sui temi affrontati dal documento di consultazione.

## Considerazioni

### **Offerta/collocamento tramite rete distributiva seguita da negoziazione su una sede multilaterale (mercato regolamentato o MTF)**

Si ritiene che gli obiettivi perseguiti dalla Consob con il documento posto in consultazione possano essere raggiunti con una pluralità di modalità, anche già adottate dal mondo bancario. Pertanto, la Raccomandazione andrebbe integrata con modalità alternative a quella dell'utilizzo di una sede di negoziazione fin dalla fase di mercato primario, che siano tali da garantire comunque i medesimi requisiti di:

- a) Trasparenza delle condizioni di offerta;
- b) Adeguata liquidità degli scambi sul mercato secondario;
- c) Contiguità del mercato secondario rispetto al primario.

In particolare, si ritiene che tali obiettivi siano garantiti dall'utilizzo di un modello che prevede l'utilizzo della rete distributiva tradizionale propria o di terzi (filiali, promotori, on line) nella fase di offerta e collocamento, seguito dalla effettiva negoziazione su una sede multilaterale (mercato regolamentato o MTF), con una tempistica ravvicinata rispetto al regolamento dei titoli.

Tale modello ha avuto una crescente adozione da parte degli intermediari dopo la Comunicazione Consob n. 0097996/14 del 22/12/2014, al fine di tenere conto delle risposte fornite dalla Commissione tramite le Q&A di chiarimento circa i prodotti complessi che si considerano negoziati sulle sedi

di negoziazione<sup>1</sup>. In tale fattispecie, infatti, l'emittente si impegna nel prospetto di offerta a richiedere l'ammissione a quotazione sulla relativa sede di negoziazione con una tempistica tale da ottenere il provvedimento di ammissione prima della data di regolamento o di emissione del prodotto (se diversa), pena la nullità dell'offerta stessa.

Per quanto invece riguarda la trasparenza nella fase di mercato primario dei prodotti, va tenuto presente che la documentazione di offerta e di quotazione indica la percentuale massima della commissione di collocamento implicita nel prezzo di offerta. A ciò deve aggiungersi che:

- la scheda prodotto deve riportare, in ossequio all'obbligo di trasparenza degli incentivi percepiti dagli intermediari collocatori nonché dei conflitti di interesse, la percentuale massima della commissione di collocamento implicita nel prezzo di offerta;
- per i prodotti PRIIPs, a partire dal 1° gennaio 2017, il KID dovrà esplicitare le diverse componenti di costo a carico dell'investitore.

Riteniamo, pertanto, che tale modello possa soddisfare le esigenze di trasparenza e liquidità degli strumenti finanziari analogamente a quello della distribuzione, sin dalla fase di mercato primario, tramite negoziazione su una sede multilaterale, in quanto in entrambi i casi:

- il prezzo di offerta è fisso e determinato dall'emittente;
- il prezzo dello strumento e la commissione di remunerazione del servizio di collocamento sono trasparenti;
- l'ammissione a quotazione e l'avvio effettivo della negoziazione sono ravvicinati al regolamento dell'emissione e viene quindi salvaguardata la continuità/contiguità tra mercato primario e secondario.

Riguardo a tale ultimo punto, al fine di assicurare che tale continuità/contiguità si realizzi, si ritiene che il termine dei 90 giorni - attualmente previsto nelle Linee Guide interassociative sugli strumenti finanziari illiquidi - possa essere rivisto, in modo che la data di inizio delle negoziazioni risulti effettivamente ravvicinata rispetto alla data di regolamento dei titoli.

Riteniamo pertanto che tale modello potrebbe essere raccomandato alla stregua di quello già delineato nel documento di consultazione.

Rimane fermo che ogni variazione ad esso (utilizzo di una sede di negoziazione bilaterale, differimento dell'avvio delle negoziazioni sul secondario, ecc.) possa comunque essere adottata dal singolo intermediario tenuto conto delle proprie specificità e del principio di proporzionalità,

---

<sup>1</sup> Si precisa che, ai fini di tale Comunicazione, le sedi di negoziazione comprendono, oltre a MTF e Mercati Regolamentati, anche gli internalizzatori sistematici.

dandone indicazione come richiesto dal documento di consultazione (c.d. *explain*).

Appare al riguardo importante segnalare che anche il modello, che molte banche di medio-piccole dimensioni al momento adottano, consistente nell'utilizzo di regole di negoziazione nell'ambito dei "sistemi di incrocio o smobilizzo degli ordini" si rivela spesso un vantaggio per il detentore degli strumenti finanziari in quanto consente un rapido smobilizzo del proprio investimento nonché prezzi significativi, soprattutto in presenza di elevati indici di solidità patrimoniale da parte dell'intermediario. Peraltro, si rammenta che tali regole di negoziazione, non solo sono state implementate sulla base delle soluzioni individuate nell'ambito delle "Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi" validate dalla Consob, ma che le stesse hanno - de facto - garantito la liquidabilità degli investimenti alla clientela al dettaglio sulla base di regole oggettive, anche in periodi di forte tensione dei mercati finanziari.

### **Utilizzo nella fase di mercato primario di una sede di negoziazione multilaterale (mercato regolamento e MTF)**

L'utilizzo di un modello di distribuzione degli strumenti finanziari caratterizzato da una sede di negoziazione multilaterale sin dalla fase di mercato primario e dallo scorporo dal prezzo della componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori, presenta alcune perplessità, che di seguito si evidenziano.

Secondo la Raccomandazione, l'emittente dovrebbe fissare il prezzo dello strumento sul mercato primario scorporato dalla commissione di collocamento, con la conseguenza che tale commissione non sarebbe più pagata tramite l'emittente ai collocatori, ma direttamente dai clienti ai collocatori.

Ciò potrebbe avere dei riflessi sui rapporti tra emittente e collocatori e sul sottostante accordo di collocamento, che svolge anche una funzione di tutela dell'investitore, in quanto assicura che gli intermediari: i) abbiano una conoscenza dell'emittente e abbiano effettuato una accurata verifica (*due diligence*) sugli strumenti emessi; ii) abbiano acquisito tutte le informazioni necessarie alla corretta mappatura dei prodotti e alla conoscenza degli investitori, ai fini della valutazione di adeguatezza/appropriatezza, del mercato di riferimento (*target market*) etc.

Ciò posto, l'effettivo utilizzo di tale modello pone problematiche di natura implementativa di significativo rilievo (legate, tra l'altro, alle modalità di scorporo dal prezzo di offerta della commissione di collocamento; all'eventuale impatto sull'assetto dei rapporti contrattuali emittente/collocatore e collocatore/cliente; alla necessità di sviluppare procedure ad hoc; alla disponibilità di tale possibilità da parte almeno delle

principali sedi multilaterali di negoziazione), in relazione alle quali si chiede a codesta Commissione di aprire un confronto tecnico sulle modalità di implementazione.

**Soggetto tenuto alla spiegazione nei casi di emittenti che si avvalgano di intermediari distributori terzi.**

Appare necessario chiarire su quale soggetto ricada l'obbligo di predisporre la spiegazione prevista nella parte finale del documento di consultazione, laddove l'emittente/l'intermediario si avvalga di altri intermediari per il collocamento dei prodotti nella fase di mercato primario.

**Internalizzatore sistematico**

Un internalizzatore sistematico rappresenta una sede di scambio sulla quale si svolgono negoziazioni secondo requisiti di trasparenza e liquidità. In ragione di ciò si ritiene che un emittente/intermediario che ricorra ad un internalizzatore sistematico, previsto alla lettera b) dell'ultimo paragrafo del documento di consultazione, possa fornire un dettaglio informativo più contenuto rispetto a quanto previsto per i sistemi di cui alla lettera c), tenuto anche conto che tale modalità di esecuzione non figura tra tali ultimi sistemi.

A conferma di ciò sembra rilevare anche il fatto che i contenuti della spiegazione, di cui alla lettera c), sono in buona parte comunicati alla Consob dal soggetto che gestisce l'internalizzatore sistematico ai sensi dell'articolo 21 del Regolamento Mercati. La lettera c) dovrebbe quindi valere solo per gli altri sistemi dell'intermediario diversi dall'internalizzatore sistematico.

**Tempistica**

Il termine di sei mesi dall'adozione della Raccomandazione non appare sufficiente per gli intermediari che intendano adottare modifiche al proprio modello di distribuzione.

A tal proposito, si evidenzia come le determinazioni da assumere presuppongano un'approfondita analisi dei vari scenari percorribili, un'accurata stima dei costi delle soluzioni possibili, una verifica delle necessarie condizioni di sostenibilità, uno studio di fattibilità ed economicità delle alternative, nonché la verifica della disponibilità di sedi di negoziazione adeguate per le diverse operatività e natura degli intermediari. Attività e riflessioni, dunque, che necessitano di un adeguato orizzonte temporale per essere consapevolmente definite e compiutamente adottate, tenendo anche conto dei diversi e recenti provvedimenti di riforma che coinvolgono una significativa parte del mondo bancario italiano. Ciò detto, appare necessaria una rivisitazione in senso estensivo del termine proposto ad almeno 12 mesi dalla data di adozione della Raccomandazione.