



Spett.le  
**CONSOB**  
Divisione Informazione Emittenti  
Divisione Intermediari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

Milano, 8 giugno 2016

**COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE CONCERNENTE LA DISTRIBUZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI TRAMITE UNA SEDE DI NEGOZIAZIONE MULTILATERALE PUBBLICATO DALLA CONSOB IL 9 MAGGIO 2016 (IL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE)**

**PREMESSA**

L'ACEPI accoglie con grande favore l'opportunità offerta da Codesta Spettabile Commissione di formulare le proprie osservazioni in merito a un tema cruciale per tutti gli attori del mercato italiano, quale quello, oggetto del Documento di Consultazione, della tutela dell'interesse della clientela *retail* alla trasparenza, all'efficienza e alla correttezza del comportamento degli intermediari, nonché alla liquidità degli strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico.

La scrivente Associazione svolge, infatti, un'intensa attività di educazione finanziaria e persegue finalità coincidenti con quelle di cui al Documento di Consultazione, al fine di consentire alla clientela *retail* di pervenire a un fondato giudizio sulle caratteristiche dei prodotti finanziari e sull'opportunità dell'investimento e, più in generale, di garantire il buon funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari, nell'interesse di tale clientela ma anche degli stessi intermediari in essi operanti.

Di conseguenza, l'ACEPI condivide integralmente i principi generali e le finalità enunciate nel Documento di Consultazione, ma ritiene necessario fornire alcuni spunti di riflessione affinché si pervenga a soluzioni adeguate per tutti gli attori del mercato e in linea con le diverse normative di settore di derivazione comunitaria.

\* \* \*

**OSSERVAZIONI GENERALI**

Nel tempo sono stati diversi gli interventi volti a disciplinare la prestazione di servizi di investimento inerenti alla "distribuzione" di strumenti finanziari alla clientela (in particolare *retail*) attraverso presidi informativi e stringenti regole di condotta, declinati da Codesta Spettabile Commissione con particolare riferimento a strumenti c.d. illiquidi (si veda la Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009, n. 9019104, riguardante "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi" (la "Comunicazione sui prodotti illiquidi")), a strumenti c.d.

ACEPI – Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento  
Sede legale – Via Mascheroni, 5 – 20123 Milano  
Recapito Corrispondenza: C.P. 1268 – 20123 Milano Cordusio  
T +39 331 68.168.42 - F +39 02.700.377.63 - M [info@acepi.it](mailto:info@acepi.it)





complessi (si veda la Comunicazione CONSOB del 22 dicembre 2014, n. 0097996 riguardante la “distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail” (la “**Comunicazione sui prodotti complessi**”)), nonché a strumenti finanziari distribuiti attraverso la rete propria da emittenti bancari (si veda la Comunicazione sui prodotti illiquidi e la Comunicazione CONSOB del 24 novembre 2015, n. 0090430 sui “*Decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015 di recepimento della direttiva 2014/59/UE. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei servizi accessori*”).

A tale riguardo, ci pare condivisibile l'iniziativa di rivolgersi al mercato attraverso il Documento di Consultazione per indurre e stimolare emittenti e intermediari alla valutazione e verifica delle proprie politiche commerciali, dell'efficienza delle regole interne adottate nella prestazione dei servizi di investimento, nonché dei criteri utilizzati nella selezione degli intermediari di cui avvalersi per la distribuzione di propri prodotti. Senonché, tali riflessioni e verifiche si pongono come del tutto autonome rispetto , l'all'adozione del Modello di Offerta Diretta via Sede Multilaterale di Negoziazione o il Modello OPV<sup>1</sup> (c.d. anche di “distribuzione” attraverso una sede di negoziazione) – in quanto ne prescindono tecnicamente – che il Documento di Consultazione sembra imporre in via sistemica.

Il Modello OPV, consiste esclusivamente in una modalità di (a) svolgimento dell'offerta pubblica, nonché (b) ammissione a quotazione e negoziazione, e non afferisce a – né influenza la qualificazione del – servizio di investimento prestato dagli intermediari nella distribuzione del prodotto stesso, immutato rispetto alle offerte al di fuori di una sede di negoziazione, per così dire, tradizionali. Nei fatti, si procede alla distribuzione del prodotto con modalità di contatto della clientela assolutamente in linea con quelle adottate nelle offerte tradizionali. In altre parole, l'emittente può procedere alla distribuzione attraverso la propria rete (c.d. *self-placement*), può nominare uno o più collocatori cui sono corrisposte delle *fees* a fronte dell'attività di collocamento<sup>2</sup> dei titoli, ovvero può decidere di non conferire alcun incarico di svolgere attività di collocamento, non corrispondo *fees* agli intermediari che trasmettono gli ordini di acquisto della clientela presso la sede multilaterale di negoziazione attraverso cui quell'offerta è svolta o riconoscendo a questi ultimi una commissione il cui ammontare sia compatibile con l'assenza di attività promozionale (in tal caso, come di seguito meglio chiarito, potrebbero configurarsi i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti ovvero di ricezione e trasmissione di ordini).

La caratteristica del Modello OPV è l'adozione, nel contesto di una offerta al pubblico di mercato primario (quindi con un periodo di offerta, prezzo unico e quantitativo massimo predeterminati e fissi), di una modalità di perfezionamento dell'adesione tipica del mercato secondario (*i.e.*, attraverso la conclusione di contratti di compravendita, la cui efficacia resta condizionata all'emissione dei titoli stessi).

Tale modalità di offerta pubblica ha degli aspetti positivi impliciti e connaturati, in quanto consente di conseguire, quali vantaggi principali, una notevole visibilità dell'offerta stessa, nonché l'immediata ammissione alla quotazione e alla negoziazione dei relativi strumenti finanziari sin dal termine dell'offerta

<sup>1</sup> Nomenclatura questa adottata, ricordiamo, nello specifico contesto delle emissioni della Repubblica Italiana, in quanto il “*Decreto per la trasparenza nel collocamento dei titoli di stato*” pubblicato sulla G.U. del 17 gennaio 2015, utilizza appunto l'espressione “*collocamento dei titoli di stato*” come sinonimico di offerta e classamento degli stessi, sicché per non ingenerar dubbi si era scelta tale espressione anodina.

<sup>2</sup> La Commissione Europea nella Risposta n. 152 fornisce la seguente definizione di collocamento/*placing*: «*Placing is the service provided by an investment firm to an issuer whereby the firm undertakes to place financial instruments with investors on behalf of the issuer. Placing can be carried out either on a firm commitment basis or not depending on the type of commitment that firms undertake towards the issuer. It refers to services provided by the investment firm related to primary market activities associated with the issuance of new instruments (including private equity)*» - in <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&-questionId=152>





sul mercato primario, consentendo quindi, sotto questo ultimo profilo, a seconda delle caratteristiche proprie della sede di negoziazione, di qualificare il titolo come non illiquido.

In tal senso, quindi, è comprensibile come tale Modello OPV possa essere stato individuato da Codesta Spettabile Commissione come particolarmente virtuoso in un contesto di espressa preoccupazione per le emissioni bancarie che verrebbero in questo modo rese più visibili, nonché per la diffusione di titoli non caratterizzati da liquidità e facilità di disinvestimento.

Per le ragioni suddette, tuttavia, non è l'adozione o meno del Modello OPV, attinente alla mera modalità di svolgimento dell'offerta, che possa influire sugli aspetti oggetto di attenzione da parte del Documento di Consultazione, vale a dire sulla politica commerciale degli emittenti, in particolare, vigilati (e, quale conseguenza, sulla tipologia di prodotti finanziari offerti ai propri clienti *retail*), su cui MiFID, regole di *corporate governance* e disciplina sui prodotti complessi pongono importanti linee guida e criteri attuativi, nonché sulle regole di condotta o trasparenza da adottarsi nella prestazione di servizi di investimento alla clientela *retail*.

Con particolare riferimento al c.d. *self-placement*, la disciplina di MiFID II (nello specifico, l'articolo 41 della bozza di Regolamento delegato datato 25 aprile 2016 che modifica la Direttiva 2014/65/UE) prende espressamente in considerazione tale fattispecie, andando a imporre un regime di tutela rafforzato a beneficio dei relativi clienti (prevedendo che tali soggetti istituiscano presidi in base ai quali, ove non sia possibile gestire in maniera appropriata i conflitti di interesse derivanti da tale doppio ruolo, ci si debba astenere da tale attività di *self-placement*). Anche il Regolamento Intermediari all'articolo 84 ("*Distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche*") prevede espressamente una serie di disposizioni applicabili alle banche nel caso in cui procedano alla "distribuzione", in fase di emissione, di propri prodotti finanziari.

Il Modello OPV non influenza le regole da adottarsi nella prestazione dei servizi di investimento, né la relativa qualificazione degli stessi.

Sul punto, infatti, è opportuno ricordare quanto chiaramente delineato da Codesta Spettabile Commissione nel contesto della Comunicazione dell'11 giugno 2014, n. DIN/DSR/CLE/0049126, recante la risposta al "*Quesito in merito alla procedura di distribuzione di strumenti finanziari disciplinata dall'art. 2.4.3, comma 7, del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*", vale a dire che la qualificazione del servizio prestato dagli intermediari nel contesto del Modello OPV non è univoca e predeterminata, essendo lo stesso compatibile con i diversi servizi di investimento che esitano nella distribuzione di strumenti finanziari alla clientela. Tali servizi possono pertanto spaziare dal servizio di collocamento, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti, al "*self-placement*" attraverso la rete dell'emittente bancario che poi immetterà, come nelle precedenti ipotesi, le adesioni/accettazioni di acquisto, direttamente o indirettamente, sul mercato di riferimento.

Tale Modello OPV non è neanche idoneo a influenzare la struttura commissionale adottata, la quale, invero, viene determinata esclusivamente dall'emittente sulla base (e quale remunerazione a fronte) dello specifico servizio di investimento prestato.

Alla luce di quanto precede, vero è che l'adozione del Modello OPV consente di garantire visibilità e assenza di illiquidità degli strumenti finanziari (quali i titoli bancari) in relazione ai quali, anche alla luce della attuale regolamentazione prudenziale – costituita dalla Direttiva 2013/36/UE ("*Capital Requirements Directive*") e dal Regolamento (UE) n. 575/2014 ("*Capital Requirements Regulation*") – e della recente disciplina in materia di risoluzione delle crisi degli intermediari – dettata dalla Direttiva 2014/59/UE ("*Banking Resolution and Recovery Directive*") – risulta a oggi difficile assicurare liquidità attraverso l'assunzione di





impegni di riacquisto dei titoli da parte degli intermediari (soluzione che era stata prospettata da Codesta Spettabile Commissione nel contesto della Comunicazione sui prodotti illiquidi).

È, tuttavia, altrettanto vero e di lapalissiana evidenza che tali visibilità e liquidità degli strumenti finanziari possano essere garantite altresì mediante diverse modalità di offerta, quali quella tradizionale (al di fuori di una sede di negoziazione multilaterale) con collocamento mediante rete distributiva propria dell'emittente o di terzi seguita dall'ammissione a quotazione dei titoli oggetto dell'offerta entro la data di emissione o in un momento immediatamente successivo, a seconda del tipo di prodotto.

Tale tipo di offerta è stato utilizzato dagli emittenti/offerenti a seguito dell'emanazione da parte di Codesta Spettabile Commissione della Comunicazione sui prodotti complessi, e del relativo Q&A di chiarimento. In particolare, in linea con la Q&A n. 18, affinché un prodotto complesso possa essere considerato come negoziato su una *trading venue*, si è diffusa la prassi di precisare nella documentazione di offerta e quotazione che l'emittente si impegna a richiedere l'ammissione alla quotazione/negoziazione di tale prodotto su un mercato regolamentato o MTF in tempo utile affinché il provvedimento di ammissione alla quotazione/negoziazione possa essere adottato dalla società di gestione del mercato entro la relativa data di emissione, pena la nullità dell'offerta.

Inoltre, deve rilevarsi che la raccomandazione di avvalersi del Metodo OPV per effettuare offerte pubbliche in Italia (salvo espressa e giustificata presa di posizione contraria da parte del relativo intermediario) introdurrebbe *de facto* in un obbligo di concentrazione degli scambi degli strumenti finanziari sul mercato primario, che è palesemente in contrasto con la disciplina dettata al riguardo da MiFID e MiFID II, con le quali il legislatore comunitario ha inteso espressamente eliminare le regole di concentrazione degli scambi sui mercati.

Si segnala, infine, che, sino a oggi, il Metodo OPV è stato utilizzato in un numero circoscritto di casi e da parte di un numero limitato di emittenti e intermediari, per cui una sua imposizione in via sistemica richiederebbe necessariamente la creazione di tavoli di lavoro e confronto tra Codesta Spettabile Commissione, gli operatori del mercato e le sedi di negoziazione multilaterali, con l'obiettivo di individuare soluzioni condivise agli svariati profili di criticità che l'utilizzo estensivo di tale modello porrebbe (quale, a titolo esemplificativo, quello dello scorporo dal prezzo dello strumento finanziario della componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori, come di seguito menzionato).

Alla luce delle considerazioni che precedono, l'utilizzo di una sede di negoziazione multilaterale (mercato regolamentato o MTF) ai fini dello svolgimento dell'Offerta (già che la distribuzione, intesa come svolgimento di servizio di investimento di strumenti finanziari, rimane invariata ed è, nei fatti, di tipo tradizionale) non rappresenta lo strumento più idoneo a garantire le finalità, così come espresse nel Documento di Consultazione, di trasparenza, efficienza e correttezza nella prestazione dei servizi di investimento nella fase distributiva (*self-placement*, collocamento, esecuzione e ricezione di ordini, etc.) da parte degli intermediari.

E infatti, gli obiettivi di tutela dell'interesse della clientela alla trasparenza, alla correttezza dei servizi di investimento prestati dagli intermediari e all'adeguata liquidità degli strumenti finanziari perseguiti da Codesta Spettabile Commissione nel Documento di Consultazione risultano senz'altro realizzati anche nel caso di offerta al pubblico al di fuori di una sede multilaterale di negoziazione con collocamento mediante una rete distributiva tradizionale propria o di terzi, con ammissione alla negoziazione dei relativi titoli su un mercato regolamentato o MTF contestualmente o immediatamente dopo l'emissione degli stessi titoli e con specifica individuazione delle commissioni e oneri impliciti nel prezzo di offerta all'interno della documentazione di offerta e quotazione (come da prassi consolidata in Italia), giacché tali obiettivi risultano





realizzati non attraverso la modalità dell'offerta, bensì attraverso i presidi normativi e regolamentari già in essere (quali la disciplina sugli illiquidi, sui complessi, la scheda prodotto e il KID/KIID).

## OSSERVAZIONI SPECIFICHE

### **Profili di criticità insiti nello scorporo dal prezzo dello strumento finanziario della componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori**

In merito alla richiesta di *“scorporare dal prezzo dello strumento finanziario la componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori, in ragione della possibilità che i clienti che accedono al sistema di negoziazione multilaterale, non fruendo del servizio di collocamento non ne debbano sostenere il costo”*, la scrivente Associazione osserva quanto segue.

Fermo restando che la struttura commissionale prescinde dall'adozione del modello di offerta pubblica utilizzato, i presidi informativi propri dell'offerta al pubblico e alla prestazione dei servizi di investimento trovano normale applicazione anche ove si utilizzi il Modello OPV. Il Regolamento comunitario 809/2004, come successivamente modificato, impone all'offerente di indicare nella documentazione di offerta le commissioni degli intermediari incaricati della distribuzione del prodotto. Come già evidenziato da Codesta Spettabile Commissione nella citata Comunicazione dell'11 giugno 2014 n. DIN/DSR/CLE/0049126, nel contesto del Modello OPV, potranno intervenire soggetti all'uopo incaricati (collocatori), soggetti aderenti al mercato non autorizzati allo svolgimento del collocamento ovvero non incaricati dall'emittente, che svolgeranno un servizio di esecuzione di ordini. L'emittente potrebbe determinarsi a corrispondere *fees* di diverso ammontare ai collocatori, agli altri intermediari ovvero di non avvalersi di collocatori. Nella misura in cui l'ammontare delle *fees* corrisposte dall'emittente per il servizio prestato a vantaggio dell'emittente stesso sia remunerato e abbia un impatto sul *pricing* del titolo, ciò sarebbe indicato sia dall'emittente sia dagli intermediari, in quanto tale circostanza avrebbe un impatto sull'atteso valore di smobilizzo sul mercato secondario.

Non appare pertanto percorribile quanto richiesto nel Documento di Consultazione, *i.e.*, indicare due distinti prezzi di Offerta (uno con e uno senza commissioni di “distribuzione”), ovvero un solo prezzo (senza commissioni che vanno pagate direttamente dall'investitore all'intermediario).

Inoltre, appare opportuno sottolineare che, dal punto di vista operativo, risulta difficile individuare con esattezza le fattispecie nelle quali un investitore si sia concretamente avvalso del servizio di collocamento (con obbligo di pagare un prezzo al lordo delle componenti remunerative dell'attività distributiva) dalle fattispecie nelle quali, al contrario, l'investitore pur risultando cliente di un intermediario incaricato della distribuzione dello strumento finanziario, si sia in realtà determinato all'investimento indipendentemente dalla fruizione del servizio di collocamento prestato dall'intermediario (con obbligo di pagare esclusivamente il prezzo dello strumento al netto delle componenti remunerative dell'attività di distribuzione).

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Alla luce delle considerazioni finora svolte, appare estremamente rilevante l'intervento di Codesta Spettabile Commissione che, anche attraverso lo strumento della consultazione e del conseguente confronto con il mercato, ha dato origine a un'opportuna e proficua riflessione e autovalutazione da parte degli emittenti e degli intermediari operanti nel mercato italiano circa la trasparenza, l'efficacia e la rispondenza ai bisogni della propria clientela delle regole di comportamento e dei doveri informativi nel contesto della distribuzione degli strumenti finanziari sul mercato primario e secondario.



È, infatti, interesse comune di Codesta Spettabile Commissione e di tutti gli operatori del mercato il mantenimento degli elevati *standard* di tutela a favore degli investitori *retail* caratterizzanti in positivo il mercato italiano, che sono stati adottati tempestivamente attraverso ingenti investimenti da parte degli intermediari alla luce della vigente normativa, anche di derivazione comunitaria, e delle relative linee guida e orientamenti dell'ESMA.

Si ritiene, tuttavia, che le aree su cui si concentra il Documento di Consultazione siano autonome e indipendenti rispetto alla raccomandazione da parte di Codesta Spettabile Commissione di avvalersi del Modello OPV come modalità di offerta nel mercato italiano e che, in particolare, gli obiettivi di tutela della clientela *retail* di cui al Documento di Consultazione risultino realizzati non già dall'adozione del Modello OPV anziché del modello di offerta tradizionale, bensì dai presidi già posti in essere dagli operatori del mercato italiano e da quelli che sono attualmente in fase di realizzazione, alla luce delle diverse normative di settore di derivazione comunitaria.

\* \* \*

Rimaniamo a disposizione per qualsiasi chiarimento riteneste opportuno in relazione al presente documento.

A tal fine riportiamo di seguito i contatti di riferimento:

**Dario Savoia (Presidente ACEPI)**

T +39 02 72471

E [dario.savoia@acepi.it](mailto:dario.savoia@acepi.it)

**Paola Leocani (Partner White&Case)**

T +39 02 00688 350

E [paola.leocani@whitecase.com](mailto:paola.leocani@whitecase.com)

\* \* \*

Con osservanza.

**Associazione Italiana Certificates & Prodotti d'Investimento - ACEPI**

Il Presidente