

Spett.le
CONSOB
Divisione Intermediari
Divisione Mercati
Via G. B. Martini, n. 3
00198, ROMA

Corso Vittorio Emanuele II
284
00186 Roma

Tel +39 06 6842 71
Fax +39 06 6842 7333

Via Manzoni, 41/43
20121 Milano

Tel +39 02 2904 91
Fax +39 02 2904 9333

Roma, 8 giugno 2016

Osservazioni relative al documento di consultazione “*Distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale*”

Spettabile Commissione,

Il nostro Studio è grato per l'opportunità di partecipare al processo di pubblica consultazione avviato con la pubblicazione del documento “*Distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale*” del 9 maggio 2016 (il **Documento di Consultazione**).

Pur condividendo i presupposti e gli obiettivi da cui muovono le previsioni dell’emananda raccomandazione, quali quelli indicati nel Documento di Consultazione, si intende qui di seguito evidenziare talune criticità che tali previsioni sembrano sollevare con riferimento alle esigenze e alla pratica degli operatori del mercato con cui lo scrivente Studio è in costante contatto.

In particolare, si sottopongono alla cortese attenzione di codesta Spettabile Commissione brevi osservazioni di carattere generale formulate soprattutto in considerazione degli interventi normativi e d’indirizzo adottati a livello comunitario, nonché dalla stessa CONSOB in passato. Le suddette osservazioni sono riportate in modo sintetico, ma restiamo comunque a disposizione per ogni ulteriore dettaglio e/o chiarimento dovesse essere ritenuto necessario o opportuno.

Per ulteriori informazioni o approfondimenti, non esitate a contattare:

Prof. Guido Ferrarini (guido.ferrarini@allenoverly.com; o, +39 02 2904 9754)

Avv. Cristiano Tommasi (cristiano.tommasi@allenoverly.com; o, +39 06 6842 7583)

Avv. Emiliano La Sala (emiliano.lasala@allenoverly.com; o, +39 02 2904 9740)

Avv. Valentina Barbanti (valentina.barbanti@allenoverly.com; o, +39 06 6842 7511)

Distinti saluti,

Allen & Overy – Studio Legale Associato

OSSERVAZIONI RELATIVE AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE “DISTRIBUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI TRAMITE UNA SEDE DI NEGOZIAZIONE MULTILATERALE”

Il documento di consultazione in oggetto (il **Documento di Consultazione**) si pone espressamente in linea con gli obiettivi già perseguiti da codesta Spettabile Commissione a mezzo di varie Comunicazioni, ivi inclusa la Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009 n. 9019104 relativa a “*Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*” (la **Comunicazione Illiquidi**); e (ii) la Comunicazione CONSOB n. DIN/DSR/CLE/0049126 del 11 giugno 2014 “*Quesito in merito alla procedura di distribuzione di strumenti finanziari disciplinati dall’art. 2.4.3, comma 7, del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*”.

In particolare, il Documento di Consultazione richiama il fenomeno delle asimmetrie informative che connotano il rapporto tra cliente *retail* e intermediario e che rendono la comprensione delle caratteristiche e dei rischi connessi alle operazioni finanziarie (ivi incluso il rischio di liquidità) non agevole, spesso alterando la capacità dei risparmiatori di assumere decisioni di investimento consapevoli. Viene, inoltre, evidenziato come gli strumenti finanziari (specie bancari) vengano solitamente offerti direttamente dall’intermediario che è anche il soggetto emittente (c.d. *self-placement*), con la conseguenza che il perseguimento del *best interest* della clientela potrebbe essere disatteso a favore di interessi propri dell’intermediario. Tali circostanze risulterebbero amplificate ove non siano disponibili sufficienti informazioni sulle condizioni delle operazioni finanziarie, nonché nel caso in cui siano assenti riferimenti quali i prezzi formati su mercati efficienti.

Infine si richiamano le regole recentemente introdotte nell’ordinamento tese a rafforzare i requisiti patrimoniali e prudenziali degli enti creditizi e delle imprese di investimento¹ e a limitare l’intervento pubblico nel caso di istituti di credito che versino in una situazione di crisi².

Tali modifiche normative, come si legge nel Documento di Consultazione, avrebbero innalzato il rischio di liquidità dei titoli assoggettati ad eventuali misure di risoluzione. Ancora una volta l’attenzione del legislatore è incentrata sugli intermediari-emittenti che si troverebbero in conflitto di interesse verso i clienti ove scoraggiassero eventuali smobilizzi delle posizioni assunte per venire incontro alle proprie esigenze imposte dalla normativa applicabile.

Pur muovendo dall’obiettivo senz’altro condivisibile di assicurare che gli intermediari adottino sistemi e misure operative idonei a garantire che la distribuzione degli strumenti finanziari soddisfi adeguati livelli di trasparenza ed efficienza, le previsioni contenute nel Documento di Consultazione presentano alcune criticità, quali quelle di seguito evidenziate. In particolare, si riportano di seguito brevi osservazioni di carattere generale formulate soprattutto in considerazione degli interventi normativi e di indirizzo adottati a livello comunitario, nonché dalla stessa CONSOB in passato.

¹ Si veda al riguardo la Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (la c.d. CRD) e il Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (il c.d. CRR).

² Si veda al riguardo la Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (la c.d. BRRD), come recepita in Italia dal Decreto Legislativo 16 novembre 2015, n. 180 che recepisce la BRRD, in materia di risoluzione delle crisi o di altre procedure di gestione delle crisi, in Italia e il Decreto Legislativo 16 novembre 2015, n. 181 che apporta le modifiche al Testo Unico e al Testo Unico Bancario in attuazione della BRRD

OSSERVAZIONI

Ambito applicativo del Documento di Consultazione

Come precedentemente segnalato, il Documento di Consultazione si pone come scopo quello di intervenire in quelle situazioni di possibile conflitto di interesse causate dalla coincidenza del ruolo di emittente e intermediario ove (i) il servizio di investimento prestato sia volto a perseguire le proprie finalità di *fundig* anziché gli interessi dei clienti e (ii) vi sia un innalzamento del rischio di liquidità degli strumenti collocati ove, nel soddisfare i requisiti imposti dalla normativa applicabile agli emittenti, l'intermediario scoraggi lo smobilizzo delle posizioni assunte. Tali obiettivi, seppur in astratto condivisibili, sono tuttavia riferibili solo alle suddette situazioni di coincidenza delle posizioni di intermediario e di emittente, mentre il Documento di Consultazione è applicabile a tutti gli intermediari a prescindere dal fatto che essi svolgano o meno anche la funzione di *securities issuer*. Non risulta pertanto di immediata comprensibilità la logica sottostante le raccomandazioni fornite nel Documento di Consultazione, attesa la parziale non coincidenza tra gli obiettivi perseguiti e il relativo perimetro soggettivo di applicazione.

L'obiettivo di una maggiore liquidità degli strumenti finanziari collocati

Il Documento di Consultazione raccomanda l'utilizzo della modalità di distribuzione tramite un sistema multilaterale in sostituzione della classica modalità distributiva che normalmente non coinvolge una *trading venue* ma viene operata direttamente tramite la rete degli sportelli dei collocatori o tramite promotori finanziari o *on-line*.

Come s'è detto, tra gli obiettivi che si prefigge il Regolatore vi è quello di scoraggiare possibili conflitti di interesse tra intermediario e cliente. Con riferimento a tale aspetto, se la finalità delle raccomandazioni è quella di apprestare idonei presidi nel caso in cui si “*decida di offrire strumenti finanziari caratterizzati da profili di illiquidità a investitori retail*”, non appare chiaro perché il medesimo obiettivo non possa essere raggiunto limitandosi a raccomandare una quotazione successivamente al collocamento e si debba invece richiedere che il collocamento nel primario avvenga tramite un sistema multilaterale.

A tal proposito, con la Comunicazione Illiquidi, come attuata dalle linee guida interassociative per l'applicazione delle misure CONSOB di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi emanate dall'ABI, da Assosim e da Federcasse e validate dalla CONSOB il 5 agosto 2009, l'Autorità aveva già previsto che vi fosse un impegno a quotare gli strumenti collocati entro 90 giorni dalla chiusura del collocamento.

Più recentemente, con riguardo ai c.d. prodotti complessi, nella risposta n. 18 del documento predisposto dalla CONSOB in forma di Q&A che fornisce chiarimenti applicativi in relazione a taluni aspetti trattati nella Comunicazione della CONSOB n. 97996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail* (la **Comunicazione sui Prodotti Complessi**), CONSOB richiede agli intermediari di subordinare l'efficacia dell'offerta dei prodotti complessi al provvedimento di quotazione che deve intervenire prima della data di regolamento o di emissione del prodotto.

Ciò premesso, se la finalità perseguita è quella di garantire liquidità allo strumento collocato le misure sopra ricordate sarebbero già sufficienti e non si vede come la modalità di collocamento nel primario su una sede multilaterale possa apportare ulteriori benefici attenendo lo stesso ad una fase precedente e non necessariamente connessa a quella della negoziabilità dello strumento sul secondario. Infatti, ove si ritenesse che la distribuzione tramite un sistema multilaterale produca come effetto una maggiore diffusione degli strumenti, tale maggiore diffusione non sarebbe comunque garanzia di una maggiore liquidità, essendo quest'ultima dipendente anche da altri fattori.

L'obiettivo di tutela della trasparenza ed efficienza in sede di collocamento sul primario

Quanto all'ulteriore *ratio* del provvedimento, ossia la tutela della trasparenza ed efficienza in sede di collocamento sul primario, l'Autorità non pare fornire argomentazioni a supporto della tesi per cui tali finalità sarebbero maggiormente perseguite tramite il collocamento su un sistema multilaterale anziché mediante i tradizionali canali di collocamento.

In particolare, ove si volessero disincentivare prassi in possibile conflitto di interesse, si osserva che la raccolta di ordini da parte degli intermediari potrebbe comunque rimanere condizionata da valutazioni ulteriori rispetto a quelle del perseguimento del miglior interesse della clientela, sia nel caso di coincidenza tra emittente e collocatore, sia nel caso in cui l'emittente incarichi un collocatore di immettere proposte in vendita sulla sede multilaterale. Con riferimento alla seconda ipotesi giova, infatti, ricordare come sia possibile individuare anche in questa modalità di collocamento l'ipotesi di corresponsione di *inducements* da parte dell'emittente al collocatore incaricato, come riconosciuto dalla stessa Autorità nella Comunicazione recante “*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*”.

Più in generale, sotto il profilo delle manifestate esigenze di trasparenza relative alle operazioni di offerta sul primario si osserva come ai sensi del Regolamento 809/2004 gli emittenti/offertenti siano già ad oggi obbligati a dare piena informazione nel prospetto circa le modalità di collocamento, l'esistenza di eventuali accordi, le eventuali componenti commissionali applicate e, in generale in relazione a ogni elemento utile all'investitore per fondare un proprio giudizio circa l'offerta. Tale *disclosure*, prevista dal capitolo 5 del rilevante schema del Regolamento 809/2004, è stata declinata in recenti prospetti anche con riferimento alla modalità di collocamento tramite Borsa Italiana. Pertanto, anche nelle ipotesi di collocamento suggerite da codesta Spettabile Commissione, il livello di trasparenza rimarrebbe pur sempre quello previsto dal Regolamento 809/2004 e non si vede come la scelta di una modalità di collocamento più tradizionale possa avere un impatto negativo sul livello di *disclosure* richiesto stante l'applicabilità della medesima disciplina comunitaria.

Effetti della distribuzione tramite i sistemi multilaterali e impatto sulla *product governance*

Com'è noto, la menzionata modalità distributiva consentirebbe all'emittente di individuare, ove lo volesse, un collocatore incaricato di immettere proposte di vendita sul mercato con ciò riproponendo modalità di collocamento analoghe a quelle tradizionali, ivi inclusa la possibilità dell'intermediario incaricato di indirizzare i prodotti ad una clientela *target* che lo stesso ritenesse più adatta per un determinato prodotto. Ciò detto, attesa l'accessibilità dello strumento a qualunque aderente al mercato, è altrettanto possibile che tale modalità di offerta consenta che lo strumento finanziario possa essere sottoscritto da parte di qualunque altro intermediario per conto dei propri clienti, anche in assenza di un incarico da parte dell'emittente e senza che questi possa in alcun modo intervenire nel processo di distribuzione. In tale secondo caso né l'emittente né il collocatore incaricato potrebbero infatti verificare e controllare che il processo di *design* del prodotto sia adatto per i clienti di intermediari aderenti al mercato che operano autonomamente senza incarico dell'emittente.

L'indicazione di utilizzare in via esclusiva la modalità di collocamento suggerita avrebbe, pertanto, come effetto quello di disincentivare altre forme di collocamento che consentono un maggiore controllo da parte dell'emittente e dell'intermediario della clientela cui lo strumento è indirizzato. Tale risultato pare in contrasto con la Comunicazione sui Prodotti Complessi che recepisce l'approccio già delineato dalle due comunicazioni dell'Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari (ESMA) “*MiFID practices for firms selling complex products*” pubblicata il 7 febbraio 2014 e “*Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*” pubblicata in data 27 marzo 2014. Infatti, tali raccomandazioni richiedono agli intermediari di adottare cautele e presidi (anche organizzativi interni) sin dalle fasi di *design*/sviluppo o selezione dei prodotti finanziari

connotati da profili di complessità da destinare al pubblico, per la tenuta di un corretto comportamento con i propri clienti. In particolare si sottolinea l'importanza di un processo di *design* dei prodotti guidato dalla “domanda” e si evidenzia come, sin dalla fase di strutturazione di un prodotto finanziario è richiesto agli intermediari di tenere in piena considerazione i bisogni, le caratteristiche socio-economiche e la tolleranza al rischio dei propri clienti. L'indicazione contenuta nel Documento di Consultazione di avvalersi esclusivamente di una sede di negoziazione multilaterale ai fini della distribuzione di strumenti finanziari contrasta con il predetto principio. Infatti non sarà possibile per l'emittente e l'intermediario “disegnare” il prodotto finanziario tenendo in considerazione le esigenze dei destinatari cui lo stesso è rivolto, se la distribuzione dello strumento dovrà poi necessariamente avvenire su una sede di negoziazione multilaterale che consente l'accesso a qualunque soggetto.

A titolo esemplificativo, non sarebbe più possibile per l'Emittente e l'intermediario incaricato prevedere che gli strumenti debbano essere collocati solo tramite il canale *on-line*, modalità che, secondo quanto indicato dalla stessa CONSOB, garantirebbe, in particolare per i prodotti più complessi, una modalità di selezione della clientela verso profili più sofisticati riducendo il rischio di una diffusione in massa. A tal riguardo la stessa Autorità, negli esiti della consultazione riguardante la Comunicazione sui Prodotti Complessi, suggerisce che per alcune modalità di prestazione dei servizi, quali quelle poste in essere attraverso il canale *internet*, sussiste un minore *need of protection*. La considerazione che la distribuzione *on-line* sia una modalità che di per sé si rivolge ad una clientela con un certo grado di sofisticazione è avvalorata, altresì, dalla circostanza che nella Comunicazione sui Prodotti Complessi la modalità di distribuzione *on-line* viene menzionata tra le modalità che l'intermediario dovrebbe prendere in considerazione qualora scegliesse, sotto la propria responsabilità e disattendendo le linee guida della CONSOB, di distribuire alla clientela *retail* prodotti finanziari particolarmente complessi (i.e. quelli indicati dal punto I. al punto v. nella tabella allegata alla Comunicazione sui Prodotti Complessi).

Concludendo sul punto, se la modalità di collocamento suggerita presenta sicuramente elementi positivi è la raccomandazione di adottarla con preferenza (o addirittura in esclusiva) rispetto ad altre modalità più tradizionali che desta delle perplessità. Ci pare, infatti, che sia una raccomandazione che, sebbene intenda collocarsi nel solco della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (la **MiFID**) e abbia come destinatari gli intermediari, di fatto incida notevolmente anche sull'azione dell'emittente che non sarebbe più libero di offrire i propri prodotti esclusivamente tramite collocatori incaricati ma dovrebbe necessariamente utilizzare una modalità di distribuzione accessibile a qualunque intermediario. Ciò inficerebbe in gran parte ogni sforzo dell'emittente di operare un *design* del prodotto che si adatti alla clientela dell'intermediario incaricato in contrasto con i principi indicati nella Comunicazione sui Prodotti Complessi e nelle linee guida dell'ESMA espresse nelle *opinion* richiamate da detta Comunicazione ma anche con i principi di *product governance* previsti dalla MiFID II di prossima attuazione finalizzati a introdurre presidi di valutazione della conformità del prodotto agli interessi della clientela già nella fase del *design* dello stesso e in anticipo rispetto al momento di valutazione della relativa appropriatezza.

Unbundling della remunerazione degli intermediari collocatori

Il Documento di Consultazione raccomanda agli intermediari nella fase di mercato primario di scorporare dal prezzo dello strumento finanziario la componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori. Tuttavia, non appaiono chiare le modalità con le quali dovrebbe avvenire il suddetto scorporo, tali da permettere all'investitore di non sostenere il costo del servizio di collocamento e pagando quindi un costo inferiore.

In assenza di maggiori indicazioni è possibile allo stato formulare solo delle ipotesi:

1. Il prezzo di offerta applicato dall'emittente tiene conto anche delle commissioni di collocamento, come in un'ipotesi di collocamento tradizionale. In tal caso è ipotizzabile che

l'emittente debba retrocedere all'investitore le commissioni percepite ove quest'ultimo non fruisca del servizio di collocamento e non siano ipotizzabili altri costi associati all'operazione; oppure

2. Il prezzo di offerta applicato dall'emittente non include le commissioni. In tal caso è ipotizzabile che eventuali commissioni di collocamento siano pagate direttamente all'intermediario dall'investitore che fruisce di tale servizio.

La prima soluzione parrebbe macchinosa e presenterebbe non pochi problemi applicativi.

La seconda interpretazione comporterebbe di fatto l'inapplicabilità della disciplina degli *inducements* in sede di collocamento come elaborata da codesta Spettabile Commissione, anche sulla base dei contributi dell'ESMA. In particolare, secondo l'orientamento in vigore, gli incentivi sono ritenuti ammissibili qualora determinino un incremento della qualità del servizio di gestione reso al cliente e non ostacolino l'obbligo di servire al meglio gli interessi del cliente. Per ragioni di sintesi ci si limita a rammentare che la stessa CONSOB ha in passato valutato positivamente la possibilità di riconoscere la retrocessione delle commissioni implicite ove queste siano finalizzate a migliorare il servizio reso al cliente³.

Tale soluzione non sembra essere in linea anche con la recente comunicazione di codesta Spettabile Commissione avente ad oggetto “*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*” che prevede l'applicabilità dei c.d. *inducement* anche in relazione a tale modalità distributiva, rappresentando gli stessi un "indizio" della prestazione, da parte dell'intermediario del servizio di collocamento.

Nel rinnovare la richiesta di chiarimento sulla concreta portata applicativa del Documento di Consultazione e sul coordinamento dello stesso con gli orientamenti espressi in passato dalla stessa Commissione si sottolinea la possibilità che la citata esigenza di maggiore trasparenza ed efficienza venga perseguita tramite l'adozione di presidi di *disclosure* nell'ambito della documentazione di offerta e di quella predisposta dall'intermediario chiarendo le diverse componenti di prezzo e la distinzione tra quelle volte a remunerare la componente obbligazionaria/derivativa e quelle volte a remunerare le commissioni. Tale approccio appare anche in linea con le recenti formulazioni richieste nelle istruttorie di approvazione dei prospetti di offerta da parte della stessa Autorità.

Il prospetto di quotazione

Ad oggi l'unico sistema di negoziazione multilaterale che consente l'utilizzo della modalità distributiva suggerita da CONSOB è Borsa Italiana, ossia il mercato regolamentato. Pertanto, per poter accedere a tale canale distributivo, l'emittente dovrebbe necessariamente dotarsi di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 come recepita in Italia. L'adozione di tali raccomandazioni avrebbe pertanto effetti significativi in termini di oneri organizzativi ed economici per quegli emittenti che non siano provvisti di prospetti di quotazione.

³ Al riguardo si veda il documento CONSOB “Prime linee di indirizzo in tema di *inducements*” del 30 ottobre 2007.