

Spettabile  
Commissione Nazionale  
per le Società e la Borsa  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 ROMA  
*trasmesso tramite SIPE*

Osservatorio sul diritto commerciale europeo  
Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa”  
Università Bocconi \*

**Osservazioni al documento di consultazione del 9 maggio 2016: «Distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale».**

Spettabile Commissione,

forniamo alcune osservazioni nell’ambito della consultazione preliminare all’emanazione della Raccomandazione in materia di «Distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale».

1. Il documento di consultazione si occupa dei profili di tutela della clientela *retail* nell’ambito del processo distributivo di strumenti finanziari, con riguardo soprattutto ai rischi connessi all’investimento in strumenti finanziari illiquidi. Le raccomandazioni, contenute nel documento, sono dirette agli intermediari e sono destinate a trovare applicazione sia alle operazioni c.d. di *self placement* (quando l’intermediario coincide con l’emittente), sia alle operazioni nelle quali l’emittente si rivolge a un soggetto abilitato per realizzare la distribuzione al pubblico degli strumenti finanziari di nuova emissione.

Si tratta, in entrambi i casi, di operazioni di mercato primario, spesso realizzare tramite vendita alla clientela *retail* presso gli sportelli bancari. Il primo (e condivisibile) avvertimento, contenuto nel documento di consultazione, sottolinea l’importanza di un’adeguata informativa alla clientela che, a cura dell’intermediario, deve essere messa in condizione di valutare, nell’ambito del processo che conduce alla decisione di investimento, i rischi di illiquidità degli strumenti finanziari ad essa proposti. I titoli “illiquidi” sottendono un duplice rischio, consistente, da un lato, nell’insufficiente trasparenza del meccanismo di formazione del prezzo (di sottoscrizione e di eventuale

---

\* L’Osservatorio è composto da Filippo Annunziata, Corrado Malberti, Piergaetano Marchetti, Chiara Mosca, Chiara Picciau e Marco Ventoruzzo.

rivendita) e, dall'altro lato, nell'assenza di una sede di negoziazione che consenta occasioni di disinvestimento.

Nelle operazioni di *self placement*, inoltre, l'intermediario si trova ad operare in una situazione di conflitto di interessi, reso ancora più forte se dal successo dell'operazione dipende il soddisfacimento dei requisiti patrimoniali e prudenziali imposti dalla disciplina c.d. CRD IV (Direttiva 2013/36/UE, "*Capital Requirements Directive*") e dal Regolamento (UE) n. 575/2013 ("*Capital Requirements Regulation*"). A ciò si aggiunga che il soddisfacimento di questi requisiti patrimoniali esclude che l'intermediario (emittente) possa assumere, a parziale compensazione dell'illiquidità del titolo, «impegni di riacquisto» (il tema è trattato nel *Position Paper* del *Joint Committee* delle tre ESAs del 31 luglio 2014 recante «*Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders* ("*Self placement*")»).

Il contenuto del documento di consultazione integra le raccomandazioni espresse nella Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009: «Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi» (che viene, infatti, in esso richiamata). Dal punto di vista metodologico, avrebbe senso riflettere sull'opportunità di raccogliere in un'unica Comunicazione i due documenti, separando i profili attinenti alla trasparenza e alle regole di comportamento dell'intermediario (oggetto, in prevalenza, della comunicazione del 2009), rispetto agli aspetti attinenti all'innalzamento della liquidità dei titoli (su cui *infra* 2), nonché ai costi dell'operazione per gli emittenti e per la clientela a seconda del modello distributivo prescelto (*infra* 3).

2. Il documento di consultazione intende rafforzare la tutela offerta ai sottoscrittori da un punto di vista sostanziale, intervenendo sulla liquidità degli strumenti finanziari. Ferma restando l'applicazione dei presidi rappresentati dalla trasparenza e dalle regole di condotta degli intermediari nel modello di relazione con la clientela, Consob suggerisce «l'opportunità di valutare il collocamento diretto di strumenti finanziari su sistemi multilaterali di negoziazione (mercati regolamentati o MTF)» e, nel documento di consultazione, precisa che, a tal fine, «i soggetti gestori di sistemi multilaterali di negoziazione individuino ed eliminino eventuali vincoli al collocamento diretto di strumenti finanziari sulle proprie piattaforme».

Questo intervento dell'Autorità, volto a incentivare la distribuzione diretta degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione, merita di essere accolto con favore. Si tratta, infatti, di una proposta che consente, al contempo, di innalzare la tutela degli investitori, di eliminare opacità nel rapporto tra intermediario cliente, nonché, da ultimo, di ridurre i costi delle operazioni di raccolta.

Si ricorda, in estrema sintesi, che, se la distribuzione degli strumenti finanziari ha luogo direttamente sul mercato regolamentato o su un MTF, sia il volume complessivo degli scambi, quanto le proposte in acquisto e in vendita (a partire dalla "prima" proposta rappresentata dall'offerta dell'emittente sulla piattaforma di mercato), sono del tutto trasparenti e conoscibili. Tale visibilità si tramuta in una maggiore liquidità degli strumenti finanziari, consentendo di effettuare operazioni di disinvestimento anche in assenza di un impegno di riacquisto assunto dall'intermediario e semplificando, a

beneficio degli investitori, la ricerca di controparti. Inoltre, l'utilizzo delle piattaforme di mercato (mercato regolamentato o MTF), consente l'accesso all'investimento ad una platea estremamente ampia di investitori, riducendo, conseguentemente, gli incentivi degli intermediari a spingere la distribuzione alla propria clientela, esclusivamente presso gli sportelli dei soggetti abilitati.

Questo passaggio del testo in consultazione merita, a nostro avviso, di essere sviluppato. Esso richiama la Comunicazione Consob n. DIN/DSR/CLE/0049126 del 11 giugno 2014 che illustra e chiarisce il funzionamento del modello distributivo previsto all'art. 2.4.3, paragrafo 7, del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. per l'ammissione sul mercato telematico delle obbligazioni (MOT) «degli strumenti finanziari *diversi* dalle azioni e titoli assimilabili». Ai sensi di questa disposizione l'ammissione a quotazione avviene al termine del periodo di distribuzione durante il quale «gli strumenti finanziari “emittendi” possono essere acquistati dagli investitori mediante i partecipanti al mercato attraverso le strutture informatiche di supporto delle negoziazioni».

L'emittente (ove diverso da un soggetto che può accedere direttamente alla piattaforma di borsa) si rivolge ad un intermediario (“Operatore”), incaricato di «esporre, sulla piattaforma di negoziazione, la proposta di vendita dei titoli in emissione», nell'ambito della prestazione del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti (alla comunicazione Consob richiamata si devono i “virgolettati” del testo). A loro volta, i soggetti che intendono aderire all'offerta si rivolgeranno ad un intermediario che immetterà il loro ordine di acquisto sulla piattaforma prescelta dall'emittente, prestando, anche in tal caso, il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti.

Allo stato attuale, questa modalità di incontro della domanda e dell'offerta è prevista dal Regolamento di Borsa solo per gli «strumenti finanziari *diversi* dalle azioni e titoli assimilabili». Il documento in consultazione suggerisce che questo modello distributivo trovi applicazione, in futuro, anche per le offerte al pubblico di strumenti di capitale di rischio. Condividiamo questa impostazione e suggeriamo un chiarimento volto a individuare nel Regolamento dei Mercati la sede opportuna per disciplinare gli aspetti specifici attinenti all'esecuzione, direttamente sulla piattaforma di mercato, delle offerte di azioni o strumenti finanziari ad esse assimilati. Inoltre, meccanismi analoghi potranno essere replicati, tanto per le offerte di titoli di debito, quanto per le offerte di *equity*, nei regolamenti dei quali si dotano i sistemi multilaterali di negoziazione.

**3.** Un ulteriore elemento a favore del modello distributivo descritto risiede nel risparmio dei costi di raccolta sopportati dall'emittente, suscettibile di riflettersi in un incremento del rendimento offerto agli investitori.

La Comunicazione Consob 11 giugno 2014, che è già stata richiamata, mette in luce questo aspetto, là dove sottolinea che l'“Operatore”, incaricato dall'emittente, opera nell'ambito del servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti, senza che questa attività configuri la prestazione del (più oneroso) servizio di *collocamento* degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

Di fatto l'emittente può confidare di raggiungere questo obiettivo – cioè il successo dell'operazione – grazie alla visibilità dell'offerta sulla piattaforma del mercato (o

MTF) e alla possibilità per qualsiasi investitore di prendervi parte rivolgendosi ad un intermediario “negoziatore” (che immette sulla piattaforma l’ordine dell’investitore). L’operazione di raccolta, in altri termini, può essere portata a compimento limitando il ruolo dell’intermediario all’attività descritta (esposizione delle proposte in “vendita” e in “acquisto”), anche considerando che gli investitori possono venire a conoscenza dell’operazione grazie a messaggi promozionali curati dall’emittente, tramite pubblicazioni sulla stampa finanziaria ovvero in qualità di soggetti che abitualmente accedono al *trading on line*, individuando autonomamente le opportunità di investimento disponibili sul mercato.

Non è escluso – ma, come osservato, non necessario – che l’emittente attribuisca mandato all’intermediario, o a un consorzio di collocamento, per la prestazione *anche* del servizio di collocamento. Ciò in quanto se, da un lato, i titoli oggetto dell’offerta vengono esposti in “vendita” sulla piattaforma di mercato (o su un MTF), dall’altro lato, la distribuzione e il successo dell’operazione possono essere coadiuvati dalla spinta propulsiva svolta allo “sportello” a cura del personale degli intermediari incaricati. Ci riferiamo, in particolare, al modello di interazione tra intermediario e cliente che presuppone, a cura del primo, l’attività di presentazione e illustrazione al secondo delle opportunità di investimento (e, dunque, di presentazione al cliente dell’offerta della quale l’intermediario è collocatore).

In questo scenario, la dicotomia del modello distributivo descritto – nella forma di “pura negoziazione” e nella forma che si avvale del servizio di collocamento – rappresenta l’occasione che l’Autorità di vigilanza può cogliere (e che forse meriterebbe maggiore attenzione nel documento in esame) per spingere, nell’ambito della condotta tipica del servizio di collocamento, verso comportamenti virtuosi in grado di innalzare la qualità del servizio prestato alla clientela *retail*, intesa come maggiore protezione rivolta a questa categoria di investitori.

La posizione dell’ESMA, ribadita nel *Joint Committee* delle tre ESAs (“«*Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders* (“*Self placement*”»)), cfr. pag. 7 ss.), assume che la presentazione, a cura dell’intermediario distributore, degli strumenti finanziari alla propria clientela sconti l’applicazione delle norme di comportamento più rigorose, che impongono all’intermediario massima attenzione alla situazione personale dell’investitore, tenendone *adeguatamente* in conto il profilo di rischio. Si tratta, tra l’altro, di cautele necessarie nelle operazioni di *self placement*, ma suscettibili di trovare applicazione più in generale in tutte le operazioni di offerta al pubblico.

Condividiamo che il processo distributivo possa avvenire con due modalità distinte ed esclusive, senza reciproche contaminazioni.

Nel caso di distribuzione degli strumenti finanziari *senza* collocamento, il servizio prestato dall’intermediario è assimilabile ad un’attività di negoziazione (e, parimenti, trovano applicazione le regole di comportamento degli intermediari dettate per servizi di investimento previsti all’art. 1, comma 5, lett. *a*), *b*) e *e*), T.U.F.), a condizione che gli investitori non subiscano alcuna spinta propulsiva (*rectius*: influenza) da parte degli intermediari (sempre Comunicazione Consob n. DIN/DSR/CLE0049126 del 11 giugno 2014).

Di contro, il modello distributivo abbinato al collocamento, che pure dovrebbe avvalersi e beneficiare della visibilità e liquidità garantita dal mercato o da un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), impone agli intermediari uno sforzo concreto per innalzare la qualità del servizio reso al cliente; sforzo che non può che risolversi nell'attenzione ai profili di rischio dei clienti e, conseguentemente, nella valutazione della compatibilità della situazione personale dell'investitore con la specifica opportunità di investimento ad esso presentata dal "collocatore".

Milano, 8 giugno 2016