

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

VIA SIPE

Roma, 8 giugno 2016

**OSSERVAZIONI CONCERNENTI IL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE
RELATIVO ALLA "DISTRIBUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI
TRAMITE UNA SEDE DI NEGOZIAZIONE MULTILATERALE"
SOTTOPOSTO A PUBBLICA CONSULTAZIONE IN DATA 9 MAGGIO 2016
(IL "DOCUMENTO")**

Spettabile Commissione,

DLA Piper Studio Legale Tributario Associato (di seguito, lo "**Studio Legale**") desidera ringraziare Codesta Spettabile Commissione per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica relativa alla "*distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale*" avviata in data 9 maggio 2016.

A. *Considerazioni generali*

In via preliminare, lo Studio Legale ritiene che il rafforzamento della tutela dei clienti *retail*, attraverso misure volte ad assicurare la liquidità degli strumenti finanziari e a ridurre le asimmetrie informative tra emittenti ed investitori, costituisca un obiettivo primario condiviso tra tutti gli operatori del mercato.

Codesta Spettabile Commissione ritiene che la modalità di distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale (mercato regolamentato o MTF) sia la modalità di distribuzione idonea ad assicurare un maggior livello di trasparenza ed efficienza e una maggiore liquidità dei titoli.

Lo Studio Legale, nel concordare con Codesta Spettabile Commissione sul fatto che la distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale assicuri un'elevata diffusione dei titoli caratterizzati da scarsa liquidità e favorisca la possibilità di disinvestimento, ritiene, tuttavia, che le previsioni di cui al Documento necessitino di ulteriori approfondimenti dei quali daremo conto di seguito.

B. *Osservazioni al Documento*

Sottoponiamo all'attenzione di Codesta Spettabile Commissione le seguenti osservazioni alle raccomandazioni contenute nel Documento.

1. *Trasparenza delle condizioni d'offerta*

In relazione alla necessità che gli intermediari si dotino di sistemi e misure operative che soddisfino adeguati livelli di trasparenza, si ritiene che la distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale non assicuri necessariamente livelli di trasparenza più elevati rispetto alla distribuzione tradizionale.

Infatti, la distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale, come nel caso dell'OPV sul mercato SeDeX e MOT di Borsa Italiana, non incide sulle modalità di svolgimento dell'offerta, che resta caratterizzata dalla stessa attività propulsiva del soggetto collocatore e dalle stesse modalità di promozione della distribuzione tradizionale.

La distribuzione tramite OPV non ha effetti nemmeno sulla formazione del prezzo degli strumenti finanziari, poiché lo stesso non dipende dalla modalità di svolgimento dell'offerta, ma viene normalmente predeterminato dall'emittente sulla base di strutture commissionali che dipendono dal tipo di servizio svolto dal distributore. Il processo di formazione del prezzo degli strumenti finanziari rimarrà dunque invariato nel caso di distribuzione tramite OPV, in quanto la stessa non incide nemmeno sulla qualificazione del servizio di investimento prestato. Infatti, come chiarito da Codesta Spettabile Commissione (Comunicazione n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014, "*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*"), potrà configurarsi come attività di collocamento o mera esecuzione di ordini a seconda dei casi, in base all'effettivo servizio svolto dall'intermediario, da valutarsi caso per caso.

Si ritiene, dunque, che i presidi già previsti dall'attuale complesso normativo che disciplina l'offerta, tra cui si citano le previsioni della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID 2), il Regolamento (UE) n. 1286/2014 (c.d. Regolamento Priips) e la Comunicazione di Codesta Spettabile Commissione del 22 dicembre 2014, n. 0097996 riguardante la "*distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail*" (la "**Comunicazione sui Prodotti Complessi**"), siano già idonei ad assicurare condotte trasparenti nella prestazione di servizi di investimento, qualunque sia la modalità di distribuzione utilizzata.

Si ritiene inoltre che la disciplina sopra richiamata assicuri un sufficiente livello di trasparenza anche quando l'intermediario distributore coincida con il soggetto emittente (nel caso di c.d. *self-placement*). In particolare, l'articolo 41 della bozza di

Regolamento delegato del 25 aprile 2016 che supplementa la direttiva MiFID II "*Additional requirements in relation to advice, distribution and self-placement*" istituisce un regime di tutela degli investitori nel caso di *self-placement* rafforzato, caratterizzato da presidi aggiuntivi e dall'obbligo di astenersi dall'offrire i titoli quando non sia possibile gestire i conflitti di interesse¹.

Infine, con specifico riguardo alla trasparenza circa il prezzo e i costi delle operazioni, si ritiene che i requisiti informativi della documentazione d'offerta assicurino un adeguato livello di trasparenza. Infatti, i costi e le commissioni a carico dei sottoscrittori devono essere descritti analiticamente non solo all'interno del prospetto (come richiesto dagli schemi applicabili del Regolamento 809/2004/CE), ma saranno anche oggetto di opportuna *disclosure* all'interno del KID, come previsto dal Regolamento Priips, e, qualora implementata, anche all'interno della scheda prodotto oggetto di consultazione avviata da Codesta Spettabile Commissione.

2. *Maggiore liquidità sul mercato secondario*

Lo Studio Legale concorda nel ritenere che il rischio di liquidità, ossia la possibilità per l'investitore di disinvestire rapidamente i titoli acquistati, rappresenta uno dei maggiori rischi connessi alle transazioni e, pertanto, che sia necessario valutare presidi idonei ad attenuarlo.

Nella valutazione di tali presidi, deve certamente considerarsi che l'assunzione da parte dell'emittente di un impegno al riacquisto, fino ad oggi considerato un presidio sufficiente a garantire la liquidabilità dei titoli, risulta oggi particolarmente complesso alla luce dei crescenti oneri regolamentari imposti dalla regolamentazione prudenziale costituita dalla Direttiva 2013/36/UE ("*Capital Requirements Directive*") e dal Regolamento 575/2014/UE ("*Capital Requirements Regulation*"), nonché dalla disciplina in materia di risoluzione delle crisi contenuta nella Direttiva 2014/59/UE ("*Banking Resolution and Recovery Directive*").

Lo Studio Legale concorda con Codesta Spettabile Commissione nel ritenere che la procedura di OPV assicuri una maggiore diffusione dei titoli caratterizzati da scarsa liquidità e favorisca la possibilità di disinvestimento garantendo la continuità tra mercato primario e mercato secondario.

Tuttavia, si vuole notare che tale continuità può essere assicurata anche mediante i presidi già richiesti da Codesta Spettabile Commissione nella Comunicazione sui

¹ A tal riguardo si fa riferimento anche alle raccomandazioni volte a limitare i conflitti di interessi nel caso di *self-placement* contenute nello *Statement* dell'ESMA "*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*" del 2 giugno 2016.

Prodotti Complessi. In particolare, secondo quanto contenuto nelle relative Q&A, *"non può essere considerato alla stregua di un titolo quotato quello per il quale sia prevista la negoziazione in una trading venue entro 90 giorni dalla data di regolamento dello strumento (...) a meno che non sia prevista quale espressa condizione negoziale che determini l'efficacia dell'offerta, la circostanza dell'adozione del provvedimento di ammissione a quotazione prima della data di regolamento o di emissione del prodotto (se diversa)".*

A seguito di tali raccomandazioni, è diventata ormai prassi tra gli emittenti subordinare l'efficacia dell'offerta dei titoli all'adozione del provvedimento di ammissione a negoziazione o comunque richiedere l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato o MTF contestualmente o immediatamente dopo l'emissione.

Si ritiene, pertanto, che anche tale prassi sia in grado di assicurare la continuità tra mercato primario e secondario auspicata dal Documento e che, pertanto, debba essere considerata un presidio efficace tanto quanto la distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale.

3. *Distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale*

Nell'ambito della raccomandazione, viene richiesto agli emittenti di avvalersi, ai fini della distribuzione, di procedure e funzionalità che permettano (i) all'emittente di immettere nel sistema di negoziazione multilaterale proposte di vendita pari all'intero ammontare dell'emissione e (ii) ai partecipanti al mercato di immettere proposte di acquisto, avvalendosi delle strutture informatiche di supporto alle negoziazioni.

Tale raccomandazione sembrerebbe rivolgersi anche agli stessi *multilateral trading facilities*, affinché si dotino di strutture operative che consentano la distribuzione dei prodotti secondo le modalità suddette.

Poiché, ad oggi solo Borsa Italiana prevede tale operatività, si invita Codesta Spettabile Commissione a valutare le difficoltà che emittenti/intermediari di dimensioni più contenute potrebbero incontrare nell'utilizzo della modalità di distribuzione tramite OPV sul mercato MOT e SeDeX. Tali ostacoli non sono legati solo ai costi aggiuntivi per tali emittenti qualora non siano già operatori del mercato, ma anche alla difficoltà di raggiungimento della *size* minima d'emissione imposta, ad esempio, dal regolamento di Borsa Italiana sul mercato MOT.

4. *Scorporo della commissione di collocamento dal prezzo dello strumento finanziario*

Si ritiene inoltre opportuno richiamare l'attenzione su alcuni possibili profili di criticità connessi allo scorporo, dal prezzo degli strumenti finanziari, della componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori. Tale raccomandazione è volta ad evitare che i clienti che accedono al sistema di negoziazione multilaterale senza fruire di un servizio di collocamento non debbano sostenere il costo di tale servizio.

Sebbene tale finalità sia certamente condivisibile, si vuole tuttavia sottolineare che tale scorporo avrà un impatto significativo sul rapporto contrattuale tra emittente e distributore. Infatti, nel caso in cui la commissione di collocamento non sia inclusa nel prezzo di sottoscrizione, la stessa sarà di fatto pagata dall'investitore e non dall'emittente.

La problematica maggiore, tuttavia, resterebbe quella di definire con certezza se il servizio prestato dal distributore si configuri quale collocamento, con l'obbligo per l'investitore di corrispondere le relative commissioni, o come mera esecuzione di ordini, servizio non gravato dallo stesso onere commissionale.

5. *Internalizzatore sistematico*

Infine, in relazione agli intermediari che intendano utilizzare un internalizzatore sistematico per la negoziazione degli strumenti finanziari, si ritiene opportuno che Codesta Spettabile Commissione chiarisca se i presidi di cui alla lettera c) del paragrafo 2 del Documento debbano essere osservati anche dal soggetto che organizza l'internalizzatore sistematico o esclusivamente dai soggetti che si servono di sistemi di incrocio o smobilizzo degli ordini.

Restiamo a disposizione di Codesta Spettabile Commissione per fornire qualsiasi ulteriore chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento.

Con osservanza.

DLA Piper Studio Legale Tributario Associato

Dipartimento Debt Capital Markets

