
***DISTRIBUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI TRAMITE UNA SEDE DI
NEGOZIAZIONE MULTILATERALE***

Relazione illustrativa

A) Esiti della consultazione

LE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE E LE RELATIVE VALUTAZIONI

Di seguito viene fornita una sintesi dei commenti e delle osservazioni rese da coloro che hanno partecipato alla consultazione, avendo cura di omettere il riferimento a quanti hanno chiesto di non pubblicare i propri contributi.

In particolare si distinguerà fra “*Osservazioni di carattere generale o preliminare*” (successivo par. 1) e “*Osservazioni su specifici passaggi del documento di consultazione*” (a cui verrà dedicato il par. 2).

Nell’ambito di ciascun paragrafo, accanto ai commenti ed alle osservazioni formulate da quanti hanno partecipato alla consultazione, si riporteranno le relative valutazioni.

1. *Osservazioni di carattere generale o preliminare*

Osservazioni	Valutazioni
<p><u>Finalità della Raccomandazione</u></p> <p>ABI, nel condividere i principi generali sottesi alla Raccomandazione, ha sostenuto che gli stessi “<i>possano essere raggiunti con una pluralità di modalità, anche già adottate dal mondo bancario</i>”. In particolare, è stato osservato che gli obiettivi di trasparenza ed efficienza degli scambi risultano “<i>garantiti [anche] dall'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</i>”. Sul punto, ABI ha segnalato che, a fronte dell’emanazione della Comunicazione Consob n. 0097966 del 22 dicembre 2014 in tema di distribuzione di prodotti complessi ai clienti <i>retail</i> e del correlato documento di <i>Q&A</i> del 23 giugno 2015, risulterebbe prassi diffusa quella secondo cui “<i>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</i>”.</p> <p>La menzionata Associazione ha altresì osservato che l’impegno a quotare gli strumenti entro il termine di 90 giorni dalla chiusura del collocamento (attualmente previsto dalle Linee guida interassociative in tema di prodotti finanziari illiquidi emanate da ABI, Assosim e Federcasse e validate dalla Consob il 5 agosto</p>	<p>In primo luogo, si ribadisce che l’iniziativa assunta dalla Consob si muove nella cornice delle più recenti evoluzioni normative che hanno interessato (anche) il settore dell’intermediazione mobiliare, con l’obiettivo di sensibilizzare gli operatori ad un’attenta riflessione sui presidi approntati per assicurare che la distribuzione degli strumenti finanziari soddisfi adeguati livelli di trasparenza ed efficienza.</p> <p>In particolare, in un contesto in cui i requisiti previsti dalle normative di natura prudenziale potrebbero determinare condotte non in linea con gli interessi dei clienti e di accentuato rischio di liquidità insito nei titoli assoggettabili a misure di risoluzione (discipline “CRD IV” e “BRRD”), è stata sottoposta agli intermediari l’opportunità di avvalersi di una sede multilaterale di negoziazione (mercato regolamentato o MTF) ai fini della distribuzione diretta degli strumenti finanziari.</p> <p>Tale modalità risulta, infatti, maggiormente idonea ad assicurare alle negoziazioni, già in fase di mercato primario, livelli di trasparenza ed efficienza in termini di processo di formazione dei prezzi, costi e tempi di conclusione delle operazioni. Il menzionato modello, favorendo una maggiore diffusione degli scambi degli strumenti finanziari, può contribuire anche allo sviluppo di un’architettura distributiva “aperta” non limitata all’offerta tramite i canali tradizionali di tipo <i>captive</i>, con conseguente contenimento delle</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p>2009) potrebbe <i>“essere rivisto, in modo che la data di inizio delle negoziazioni risulti effettivamente ravvicinata rispetto alla data di regolamento dei titoli”</i>, fungendo, quindi, da modello alternativo o ulteriore rispetto a quello oggetto della Raccomandazione.</p> <p>In termini analoghi, si sono espressi anche lo Studio legale ALLEN&OVERY, lo Studio legale DLA Piper, ACEPI, ASSOSIM e l'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari.</p> <p>In particolare, lo Studio legale ALLEN&OVERY, nel richiamare le sopra citate Linee guida interassociative, nonché la risposta n. 18 del documento di <i>Q&A</i> volto a chiarire taluni aspetti trattati nella sopra menzionata Comunicazione sui prodotti complessi, ha sostenuto che le finalità sottese all'iniziativa della Consob (in particolare, quella di garantire liquidità agli strumenti) possono essere soddisfatte <i>“limitandosi a raccomandare una quotazione successivamente al collocamento”</i>, non ravvisandosi la necessità di richiedere, in via preferenziale o esclusiva, che la distribuzione sul mercato primario avvenga per il tramite di una sede multilaterale di negoziazione. Il citato Studio legale ha fatto presente che <i>“non si vede come [il modello distributivo raccomandato] possa apportare ulteriori benefici attenendo lo stesso ad una fase precedente e non necessariamente connessa a quella della negoziabilità dello strumento sul secondario”</i>, sostenendo che l'eventuale <i>“effetto [di] maggiore diffusione degli strumenti finanziari ... non sarebbe comunque garanzia di una maggiore liquidità, essendo quest'ultima dipendente anche da altri fattori”</i>.</p> <p>Lo Studio legale DLA Piper, nell'evidenziare che la distribuzione</p>	<p>ipotesi di conflitto di interessi, a diretto beneficio della platea degli investitori.</p> <p>Quanto alla condizione di <i>“liquidità”</i> dello strumento finanziario, ancorchè scambiato su una sede multilaterale, si condivide – come anche menzionato nel documento di consultazione – l'osservazione secondo la quale essa dipende da una pluralità di fattori e può anche essere piuttosto bassa. Tale circostanza, tuttavia, trova espressione nelle condizioni di prezzo alle quali lo strumento può essere liquidato e non preclude la possibilità di <i>exit</i> dall'investimento. La distribuzione diretta degli strumenti finanziari su una piattaforma di scambio multilaterale, pur non costituendo automaticamente garanzia di effettiva liquidità, può agevolare comunque la <i>“liquidabilità”</i> dell'investimento secondo pre-determinate e trasparenti regole di negoziazione e incrementare la trasparenza nella formazione del prezzo.</p> <p>In tale ottica, non può che confermarsi l'opportunità di raccomandare l'impiego di una modalità distributiva su una sede che, tra l'altro, assicura una continuità tra mercato primario e secondario in quanto la circostanza di concentrare entrambe le fasi in un unico luogo offre maggior certezza (e tempi più rapidi) che al primario segua contestualmente una negoziazione sul secondario.</p> <p>Come specificato nella Raccomandazione, resta, in ogni caso, ferma l'autonomia (e la conseguente responsabilità) degli intermediari di orientarsi in senso difforme dalle indicazioni della Consob, avvalendosi di modelli alternativi se, ad esito delle valutazioni effettuate, tali modelli siano ritenuti parimenti validi e comunque</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p>tramite una sede di negoziazione multilaterale <i>“non assicur[a] necessariamente livelli di trasparenza più elevati rispetto alla distribuzione tradizionale”</i>, ha fatto presente che l’attuale quadro normativo (unitamente alle indicazioni applicative ed interpretative rese dalle Autorità), nonché le future disposizioni della MiFID 2 e del Regolamento PRIPs appaiono <i>“già idonei ad assicurare condotte trasparenti nella prestazione di servizi di investimento, qualunque sia la modalità di distribuzione utilizzata”</i>, anche in ipotesi di c.d. <i>self-placement</i>.</p> <p>ASSOSIM, rilevando che <i>“la correttezza dei comportamenti non dipende dal canale distributivo prescelto, ma dall’adesione sostanziale alle norme di condotta”</i>, ha fatto presente come <i>“la distribuzione telematica raccomandata da Consob avrebbe l’effetto di accrescere il numero di sottoscrizioni provenienti da canali online, presidiati generalmente dalla sola appropriatezza o addirittura in regime di execution only (e quindi privi dell’apporto consulenziale dell’intermediario)”</i>.</p> <p>L’Associazione Nazionale fra le Banche Popolari ha evidenziato che <i>“le modalità sinora adottate, quali ad esempio l’impegno al riacquisto da parte dell’emittente ... hanno sempre consentito di soddisfare sia il requisito della trasparenza che quello della liquidabilità degli strumenti finanziari”</i>, non sussistendo, di contro, <i>“alcuna evidenza empirica che la distribuzione tramite MTF garantisca la liquidità o liquidabilità degli strumenti”</i>. La menzionata Associazione ha quindi chiesto <i>“di ammettere la possibilità di utilizzo dei modelli distributivi finora seguiti o di ulteriori modelli alternativi che assicurino comunque anche se con</i></p>	<p>idonei ad assicurare l’interesse della clientela servita.</p> <p>Quanto alla possibilità di spostamento della clientela verso servizi prestati tramite canali telematici, si fa presente che anche nell’ipotesi di distribuzione diretta sul <i>“primario”</i>, non risulterebbe variato il ruolo dell’intermediario <i>“a valle”</i> che detiene il rapporto con il cliente e che consente l’accesso al sistema multilaterale. L’operatore dovrà quindi adottare tutte le cautele previste dalla disciplina di settore declinando il modello di relazione con la clientela (consulente, collocatore, negoziatore, raccoglitore di ordini...), in ragione della tipologia della medesima e dello strumento trattato.</p> <p>Si sottolinea che le indicazioni fornite dalla Consob costituiscono raccomandazioni agli intermediari, i quali tuttavia possono orientarsi difformemente, purché ne illustrino le motivazioni all’autorità, dettagliando le caratteristiche dei presidi alternativi posti in essere per assicurare la liquidità/liquidabilità degli investimenti.</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>diverse modalità rispetto alla negoziazione su sede multilaterale adeguati livelli di trasparenza ed efficienza”.</i></p> <p>Parimenti, ACEPI ha sollevato perplessità in merito ad un’eventuale adozione “<i>in via sistematica</i>” del modello distributivo oggetto della Raccomandazione, la quale “<i>introdurrebbe de facto un obbligo di concentrazione degli scambi degli strumenti finanziari sul mercato primario</i>”, in contrasto con la cornice normativa comunitaria di riferimento.</p> <p>Federpromm-Uiltucs e lo Studio Legale Mastracci hanno evidenziato che “<i>nel contesto normativo e di mercato in cui si verificano cambiamenti rapidi, che hanno una ricaduta notevole sulla consistenza degli emittenti e degli intermediari, i requisiti di efficienza e trasparenza possono essere validamente superati da una pluralità di modelli di piattaforma di negoziazione al fine di conferire ampia liquidità agli strumenti finanziari destinati agli investitori al dettaglio</i>”.</p>	<p>Come già richiamato in apertura, le indicazioni fornite dalla Consob risultano compatibili con il vigente quadro normativo domestico ed europeo, e tengono altresì conto delle linee evolutive di quest’ultimo (cfr. <i>infra</i>).</p>
<p><u>Svantaggi competitivi</u></p> <p>Lo Studio legale ALLEN&OVERY, nel far presente che, ad oggi, solo Borsa Italiana, “<i>ossia il mercato regolamentato</i>”, consente l’utilizzo della modalità distributiva raccomandata, ha osservato che “<i>l’emittente dovrebbe necessariamente dotarsi di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva 2003/71/CE</i>”, con conseguente aggravio dei relativi oneri organizzativi ed economici.</p> <p>Sotto altro profilo, ASSOSIM ha rilevato la “<i>forte</i></p>	<p>L’obbligo di redazione del prospetto trova applicazione, ai sensi dell’art. 94 e ss. del Tuf, in caso di offerta al pubblico, salvo le ipotesi di esenzione normativamente previste.</p> <p>Si rammenta, peraltro, che la pubblicazione di un prospetto di quotazione non è prevista per l’ammissione su un MTF (a meno di non integrare ipotesi offerta al pubblico, con conseguente applicazione della relativa disciplina e dei connessi casi di</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>discriminazione, con conseguente svantaggio competitivo</i>” che l’iniziativa assunta dalla Consob arrecherebbe alle sedi di esecuzione bilaterali, <i>“in primis gli internalizzatori sistematici”</i>, seppur gli stessi rivestano <i>“lo status di trading venue nel regime MiFID1 e conserv[ino] una disciplina autonoma nel regime MiFID2”</i>.</p> <p>ASSOSIM ha aggiunto che la Raccomandazione della Consob introdurrebbe, in un contesto fortemente armonizzato, <i>“una disciplina squisitamente domestica, che porr[ebbe] gli intermediari italiani in una condizione di unlevel playing field rispetto a quelli UE, non soggetti ad analoghi obblighi”</i> e produrrebbe <i>“l’effetto di orientare le scelte di business verso prefissati modelli distributivi di mercato, precludendo agli intermediari libere determinazioni, malgrado il connotato strategico delle stesse”</i>.</p>	<p>esenzione).</p> <p>Quanto al rapporto fra le indicazioni fornite dall’Autorità in ambito nazionale e le vigenti discipline di derivazione UE, si osserva che le prime si muovono nel solco della legislazione vigente in ambito domestico, pienamente conformi alla disciplina di armonizzazione.</p> <p>In ultimo si osserva che, nonostante al momento attuale sia soltanto il gruppo Borsa Italiana a offrire una funzionalità che consente l’ammissione diretta di nuovi strumenti finanziari su una sede di negoziazione multilaterale, le altre sedi multilaterali esistenti hanno rappresentato la propria disponibilità a mettere a disposizione analoghe funzionalità e di essere altresì nelle condizioni per la loro realizzazione in tempo utile. Per tale ragione, la portata della raccomandazione è estesa a tutte le sedi multilaterali di negoziazione, alle quali si chiede di: a) predisporre le funzionalità e procedure idonee all’ammissione diretta di strumenti finanziari di nuova emissione, b) comunicare all’autorità le modalità e i tempi per la realizzazione di tali funzionalità e procedure, c) alternativamente spiegare all’autorità le ragioni per la non predisposizione delle funzionalità e procedure raccomandate.</p>
<p><u>Ambito di applicazione soggettivo</u></p> <p>Lo Studio legale ALLEN&OVERY ha evidenziato la <i>“parziale non coincidenza”</i> tra gli obiettivi perseguiti con il Documento posto in consultazione ed il relativo perimetro soggettivo di applicazione. Al riguardo, è stato osservato che, alla luce delle finalità dichiarate, la Raccomandazione dovrebbe far riferimento alle sole</p>	<p>Anche sulla base dei contributi resi dai partecipanti alla consultazione, si ritiene opportuno specificare, con maggiore chiarezza, che le indicazioni contenute nella Raccomandazione fanno riferimento ai soggetti abilitati di cui all’art. 1, comma 1, lett. <i>r</i>) del D. Lgs. n. 58/1998 (TUF). Inoltre pare necessario, ai fini del</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>“situazioni di coincidenza delle posizioni di intermediario e di emittente”, e non estendersi anche “a tutti gli intermediari a prescindere dal fatto che essi svolgano o meno anche la funzione di securities issuer”.</i></p> <p>ABI ha altresì chiesto di chiarire <i>“su quale soggetto ricada l’obbligo di predisporre la spiegazione prevista nella parte finale del documento di consultazione, laddove emittente/l’intermediario si avvalga di altri intermediari per il collocamento dei prodotti nella fase di mercato primario”.</i></p>	<p>livellamento del campo da gioco, che nell’ambito di applicazione ricadano anche la società Poste Italiane – Divisione Servizi di Banco Posta, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo di cui all’articolo 201, comma 7, del TUF e le banche che svolgono l’attività di cui all’art. 25-bis del medesimo decreto legislativo.</p> <p>In particolare, le raccomandazioni contenute nel Documento della Consob sono rivolte agli intermediari che emettono strumenti finanziari, sia qualora provvedano direttamente alla loro successiva distribuzione alla clientela sia nel caso in cui si avvalgano di altri intermediari.</p> <p>Gli intermediari che curano esclusivamente la fase distributiva (<i>id est</i>, assumono il ruolo di <i>“pure distributor”</i> ma non svolgono anche la funzione di <i>securities issuer</i>) conducono, in coerenza con le connotazioni del proprio <i>target</i> di clientela, autonome valutazioni sugli strumenti finanziari emessi da un soggetto terzo che non abbia impiegato, ai fini della loro distribuzione già sul mercato primario, una piattaforma multilaterale di negoziazione (così, ad esempio, a fronte della <i>due diligence</i> effettuata, gli intermediari <i>“distributori”</i> ben potrebbero escludere gli strumenti della specie dal perimetro della propria offerta commerciale qualora ritenuti non idonei a realizzare le esigenze della propria clientela).</p> <p>Fermo restando quanto sopra, la Raccomandazione, con maggior chiarezza nella versione finale, auspica che anche gli emittenti diversi dagli intermediari abilitati valutino il collocamento diretto degli strumenti finanziari di propria emissione su sedi multilaterali di negoziazione in via prodromica alla loro ammissione a negoziazione,</p>

Osservazioni	Valutazioni
	nella misura in cui ciò contribuisca a incrementare le condizioni di trasparenza e parità di trattamento degli investitori e potenziali investitori, nonché ad assicurare il successo delle operazioni di ricerca di fonti di finanziamento alternative al canale tradizionale bancario attraverso un innalzamento del livello di trasparenza offerto ai potenziali investitori.
<p><u>Ambito di applicazione oggettivo</u></p> <p>ASSOSIM ha rilevato che la Raccomandazione dovrebbe “applicarsi ai soli strumenti obbligazionari”, in quanto “una sua estensione ai covered warrant/certificates non sarebbe giustificata, posto che tali strumenti: i) sono già oggi generalmente ammessi a negoziazione su piattaforme multilaterali; ii) sono ricompresi nell’alveo dei prodotti complessi con conseguente applicazione del relativo regime”. Inoltre, la citata Associazione ha osservato che “l’inclusione delle azioni nel perimetro oggettivo avrebbe addirittura effetti sproporzionati rispetto all’obiettivo di assicurare “adeguati livelli di trasparenza ed efficienza”, posto che “tutti gli intermediari dovrebbero essere quotati”.</p> <p>In senso contrario, si è espresso l’Osservatorio sul diritto commerciale europeo - Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” - Università Bocconi, il quale, nel condividere l’estensione del modello distributivo raccomandato anche agli strumenti di capitale di rischio, ha suggerito di “individuare nel Regolamento dei Mercati la sede opportuna per disciplinare gli aspetti specifici attinenti all’esecuzione, direttamente sulla piattaforma di mercato,</p>	<p>Le osservazioni che sostengono l’opportunità di limitare il novero degli strumenti finanziari cui riferire le raccomandazioni, in altri termini l’ambito oggettivo di applicazione di queste ultime, non appaiono accoglibili, con riferimento ai soggetti abilitati, per quanto di seguito spiegato.</p> <p>Si chiarisce, intanto, che un intermediario già costituito in forma di società di capitali, e che proceda a un aumento di capitale, ha la possibilità di conformarsi alle raccomandazioni di specie offrendo i nuovi titoli su un sistema multilaterale di negoziazione che non comporta l’obbligo di accedere alla quotazione (con la conseguente assunzione dello <i>status</i> di emittente quotato). Da questo punto di vista non appare quindi necessario restringere il perimetro della Raccomandazione ai soli strumenti non rappresentativi di capitale.</p> <p>Quanto alle argomentazioni svolte da taluni partecipanti alla consultazione in merito alla già presente diffusività della quotazione su sedi multilaterali di covered warrant/certificates, si osserva che le stesse non disattendono, ma, anzi, sono di supporto agli indirizzi</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>delle offerte di azioni o strumenti finanziari ad esse assimilati</i>", i quali <i>"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"</i>.</p> <p>Borsa Italiana ha fatto presente che, nel quadro attuale, <i>"la disponibilità ab initio di un prezzo significativo è garantito per le emissioni obbligazionarie"</i>, sottolineando, relativamente agli strumenti azionari, come <i>"la tecnica dell'open price bookbuilding appa[ia] ...la modalità distributiva ancora ottimale"</i>. Borsa Italiana ha peraltro espresso la propria disponibilità a consultare gli operatori del mercato al fine di individuare le modalità che, anche con riferimento alle azioni, possano allinearsi a quanto raccomandato dalla Consob.</p> <p>L'Associazione Nazionale fra le Banche Popolari, nel sottolineare che il Documento di consultazione <i>"sembrerebbe [avere] un ambito di applicazione limitato alla categoria degli strumenti finanziari"</i> (non estendendosi alla più ampia nozione di "prodotti finanziari"), ha chiesto di indicare se ricadano o meno nel perimetro della Raccomandazione gli strumenti finanziari <i>"previsti dal codice civile agli art. 2346 e 2526 (norme divenute applicabili, come noto, alle banche popolari a seguito delle modifiche recate dal D.L. n. 3/2015 all'art. 150-bis del Testo Unico bancario)"</i>.</p> <p>La menzionata Associazione - nell'auspicare un chiarimento sullo scope del documento della Consob, <i>"stante anche l'assenza di tipizzazione e non tassatività della definizione [di strumenti finanziari] di cui all'art. 1 del Testo unico della Finanza"</i> - ha</p>	<p>assunti nella Raccomandazione, la quale, infatti, mira a promuovere una maggiore estensione della distribuzione degli strumenti finanziari mediante piattaforme multilaterali. Ciò nel presupposto che le modalità attualmente impiegate si pongano in linea con le indicazioni e gli obiettivi sottesi alla Raccomandazione, in termini di continuità tra mercato primario e secondario e di trasparenza (anche sulle condizioni di prezzo) ed efficienza delle negoziazioni.</p> <p>Con riferimento alle osservazioni di Borsa Italiana, si fa presente che la tecnica dell'<i>'open price bookbuilding</i> non appare incompatibile con la modalità distributiva suggerita, con riferimento agli strumenti finanziari emessi da soggetti abilitati, ivi incluse le azioni, nella versione finale della Raccomandazione di cui trattasi.</p> <p>Per quanto concerne nello specifico le banche popolari, la circostanza della pre-determinazione del prezzo delle nuove emissioni azionarie, da parte di tali banche, in ottemperanza a quanto previsto dalla Sezione III del Titolo VI (Delle società cooperative e delle mutue assicuratrici) del Libro quinto del cod. civ., non appare dirimente nel contesto della raccomandazione, in quanto in tutti i casi la procedura di ammissione diretta su una sede multilaterale di negoziazione comporta un regolamento delle operazioni in unica soluzione e a un unico prezzo.</p> <p>Nel testo finale della Raccomandazione si è ulteriormente precisato che le indicazioni della Consob non si applicano agli UCITS in ragione della trasparenza e dell'efficienza delle condizioni di prezzo del prodotto, richieste dalla relativa disciplina, nonché della liquidabilità dell'investimento assicurata dalla facoltà di riscatto.</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p>aggiunto che le azioni emesse dalle banche popolari cooperative, <i>“in ragione delle loro peculiari caratteristiche”</i>, dovrebbero <i>“considerarsi escluse dall’ambito di applicazione della raccomandazione in commento”</i>, in quanto ritenute <i>“in via prevalente quali strumenti di partecipazione societaria e non un mero investimento”</i>. Al riguardo, viene altresì argomentato che <i>“il prezzo di emissione delle azioni delle banche popolari è quello, statutariamente e legislativamente determinato ai sensi dell’art. 2528 cod. civ., fissato annualmente dall’assemblea in sede di approvazione del bilancio”</i>.</p> <p>ASSOGESTIONI richiede in via generale che sia <i>“meglio definito l’ambito oggettivo di applicazione delle raccomandazioni”</i>.</p>	<p>Resta l’opportunità per gli intermediari gestori di valutare nell’ambito delle proprie <i>policy</i> se la distribuzione a mezzo di sistemi multilaterali possa risultare meglio in grado di servire l’interesse dei clienti.</p>
<p><u>Relazione con la “disciplina sulla <i>product governance</i> (MiFID II/MiFIR)”</u></p> <p>Lo Studio legale ALLEN&OVERY ha sottolineato che <i>“l’indicazione di utilizzare in via esclusiva la modalità di collocamento suggerita avrebbe 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”</i>, in contrasto con gli orientamenti contenuti nelle <i>Opinion</i> dell’ESMA <i>“MiFID practices for firms selling complex products”</i> e <i>“Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements”</i> e nella Comunicazione della Consob sui prodotti complessi, nonché con i principi di <i>product governance</i> previsti dalla MiFID 2. Al riguardo, è stato osservato che l’utilizzo di una modalità di</p>	<p>In relazione all’evocato contrasto della Raccomandazione con i principi di <i>product governance</i> contenuti nella disciplina europea, si osserva che le indicazioni della Consob sull’utilizzo, sin dalla fase di mercato “primario”, di un sistema multilaterale di negoziazione, non esclude la possibilità per il “produttore” di individuare soggetti collocatori (cfr. al riguardo Comunicazione Consob DIN/DSR/CLE/0049126 dell’11 giugno 2014 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”) per indirizzare la distribuzione verso predeterminati <i>target</i> di clientela. Resta fermo inoltre che, comunque, ogni intermediario che si rapporterà con il</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p>distribuzione “<i>accessibile a qualunque intermediario</i>” inficerebbe “<i>ogni sforzo dell’emittente di operare un design del prodotto che si adatti alla clientela dell’intermediario incaricato</i>”.</p>	<p>cliente nella fase “distributiva” dovrà apprestare presidi finalizzati ad individuare, nell’interesse del cliente, il <i>target</i> di mercato.</p>
<p><u>Relazione con la “disciplina della trasparenza (MiFID II/MiFIR)”</u></p> <p>ASSOSIM ha rilevato che, a fronte dell’attuazione della disciplina MiFID II/MiFIR, il regime di trasparenza per gli strumenti <i>non-equity</i> si applicherà solo in presenza di adeguata liquidità degli stessi. In particolare, per i titoli di nuova emissione, il regime di trasparenza sarà parametrato al controvalore emesso. In base alle indicazioni fornite dall’ESMA nella predisposizione delle misure di secondo livello, l’<i>issuance size</i> minima rilevante è stata fissata a €1 miliardo, che risulta, secondo Assosim, di gran lunga superiore all’<i>issuance size</i> media delle obbligazioni bancarie <i>branded</i>, rendendo quindi “<i>l’auspicata trasparenza non [...] automaticamente [conseguente] alla negoziazione su una piattaforma multilaterale</i>”.</p>	<p>Al momento attuale, in Italia, le negoziazioni di strumenti finanziari obbligazionari sono soggette a trasparenza secondo quanto richiesto dalle disposizioni del Regolamento Mercati della Consob, adottate in occasione del recepimento della direttiva MiFID I. A seguito dell’entrata in vigore del regolamento MiFIR, la cui portata prescrittiva è tale per cui a livello domestico non possono essere imposti vincoli ulteriori o più stringenti di quanto non strettamente necessario per dare attuazione alla disciplina di armonizzazione, si precisa che la regola generale prevede la diffusione di informazioni pre- e post-trade da parte di gestori del mercato e imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione, rispetto alla quale la non diffusione relativamente a strumenti “per i quali non esiste un mercato liquido” rappresenta soltanto una deroga, soggetta ad opportuno processo di autorizzazione e monitoraggio e legata a specifiche caratteristiche dell’emissione.</p>
<p><u>Approccio metodologico</u></p> <p>ASSOSIM ha sottoposto l’opportunità “<i>di condurre e pubblicare, preliminarmente all’emanazione della Raccomandazione, un’analisi di impatto delle proposte oggetto del documento di consultazione</i>”, con l’obiettivo di consentire ai soggetti interessati “<i>di meglio</i></p>	<p>In merito alle considerazioni svolte, si rileva che il documento di consultazione, conteneva nella premessa l’analisi delle problematiche riscontrate nel processo di collocamento al pubblico di titoli propri, nonché l’indicazione del presupposto e degli obiettivi dell’intervento.</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>comprenderne gli effetti sulle strategie commerciali e sul funding</i>”. In caso di emanazione finale del documento, ASSOSIM ha chiesto di “<i>non adottare misure per la fase distributiva, la quale rimarrebbe quindi rimessa alle libere determinazioni degli intermediari. Questi ultimi si renderebbero però disponibili a richiedere l’ammissione alle negoziazioni dei propri strumenti obbligazionari alla prima data utile In particolare, analogamente a quanto indicato nell’ambito della FAQ n. 18 relativa alla distribuzione di prodotti complessi, sarebbe prevista, quale 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 dell’obbligazione (se diversa), con avvio delle negoziazioni alla prima data utile (il tutto a condizione che siano rispettati i requisiti stabiliti dal gestore del mercato per l’ammissione alle negoziazioni). Alternativamente, l’emittente potrebbe prevedere quale condizione negoziale che determini l’efficacia dell’offerta la circostanza dell’avvio delle negoziazioni su un internalizzatore sistematico immediatamente dopo la data di regolamento dei titoli</i>”.</p>	<p>Il documento finale contiene gli elementi dell’analisi di impatto della regolamentazione (AIR) proporzionata al tipo di intervento¹, in linea con quanto disposto dal Regolamento Consob n. 19654 del 5 luglio 2016 concernente i procedimenti per l’adozione di atti di regolazione Generale. Relativamente alle proposte di integrazione della Raccomandazione con altre Comunicazioni adottate dalla Consob (in particolare, la Comunicazione in tema di prodotti illiquidi del 2009 e quella riguardante i prodotti complessi del 2014), si rileva, come indicato anche nel Documento di consultazione, che l’odierna Raccomandazione si iscrive nel quadro delle pregresse iniziative già assunte dalla Consob per innalzare le tutele apprestate nei confronti degli investitori. Peraltro, la specialità dei contenuti e delle finalità perseguitate dall’odierna Raccomandazione e la non piena coincidenza degli ambiti di riferimento rispetto a pregresse iniziative ne rende possibile una trattazione distinta ed autonoma. La Consob si riserva comunque la possibilità di valutare l’opportunità di compendiare le indicazioni tempo per tempo fornite, anche in una logica di razionalizzazione delle medesime.</p>

¹ Il Regolamento Consob n. 19654 concernente i procedimenti per l’adozione di atti di regolazione Generale prevede evidentemente un regime di AIR differenziato per le raccomandazioni, rispetto agli atti di regolazione generale, vista la natura di *soft law* dei primi, che di norma non contengono un precezzo vincolante per il destinatario, ma si limitano ad indicare una condotta che a giudizio dell’Autorità di vigilanza appare certamente rispondente al dettato normativo (*safe harbour*) ben potendo esservi comportamenti diversi da parte degli operatori. Tale regime differenziato consiste in sintesi nella necessità di “tener conto” del principio di proporzionalità (art. 1, comma 3), nel dare evidenza delle motivazioni e delle finalità dell’atto e di adottarlo solo dopo aver esperito la procedura di consultazione (art. 5, comma 9).

Da ultimo va ricordato che molte raccomandazioni della Consob, quale quella in esame, sono emanate per far fronte a situazioni di mercato che possano compromettere il regolare funzionamento e l’integrità dei mercati finanziari nonché la tutela degli investitori, imponendo un intervento tempestivo (art. 7, comma 1).

Osservazioni	Valutazioni
<p>ACEPI, nel far presente che il modello raccomandato dalla Consob è stato, sino ad oggi, utilizzato “<i>in un numero circoscritto di casi e da parte di un numero limitato di emittenti e intermediari</i>”, ha sottolineato che l’eventuale utilizzo estensivo della menzionata modalità richiederebbe la creazione di tavoli di lavoro e confronto tra Autorità e operatori del mercato.</p> <p>ANASF ha evidenziato l’opportunità di “<i>integrare</i>” il contenuto della Raccomandazione e della Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 concernente la distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti <i>retail</i> “<i>sul piano dell’informativa da fornire alla clientela, specie nella fase di mercato primario</i>”.</p> <p>L’Osservatorio sul diritto commerciale europeo - Dipartimento di Studi Giuridici “Angelo Sraffa” - Università Bocconi ha suggerito l’adozione di una Comunicazione unica che integri il contenuto della Raccomandazione e gli indirizzi espressi dalla Consob con la Comunicazione del 2 marzo 2009 sulla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi, “<i>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, nonché ai costi dell’operazione per gli emittenti e per la clientela a seconda del modello distributivo prescelto</i>”.</p>	

2. Osservazioni su specifici passaggi del Documento di consultazione

Osservazioni	Valutazioni
<p><u>Trasparenza del processo di formazione del prezzo</u></p> <p>Lo Studio legale DLA Piper ha evidenziato che la modalità di distribuzione raccomandata dalla Consob non parrebbe suscettibile di produrre effetti <i>“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”</i>. Al riguardo, viene osservato che la Comunicazione Consob 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") avrebbe chiarito come possa configurarsi tanto un'attività di collocamento quanto il servizio di esecuzione di ordini, in ragione dell'effettiva interazione con il cliente, da valutarsi caso per caso.</p> <p>Sul punto, si è espressa, in termini analoghi, anche ACEPI.</p>	<p>Al riguardo, si ribadisce che lo scambio su una sede multilaterale garantisce un processo di formazione del prezzo che pur non dipendendo, nello specifico della prima distribuzione, dal gioco della domanda e dell'offerta, è garanzia dell'agevole verificabilità dell'applicazione, nei confronti della pluralità degli investitori, dello stesso prezzo di emissione, così come determinato dall'emittente, al netto di eventuali componenti commissionali aggiuntive (cfr. <i>infra</i>).</p>
<p><u>Unbundling della componente funzionale a remunerare l'attività dei distributori</u></p> <p>ASSOSIM ha osservato che il raccomandato scorporo, dal prezzo degli strumenti finanziari, della componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori <i>“renderebbe di fatto impossibile applicare alla clientela commissioni di collocamento per</i></p>	<p>In materia giova preliminarmente ribadire che le indicazioni contenute nella Raccomandazione si inseriscono nella cornice di riferimento della MiFID e non attengono, quindi, agli adempimenti informativi richiesti ai sensi della disciplina sulla “documentazione</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>gli strumenti sottoscritti</i>”, tenuto conto che, <i>“nella percezione del cliente, interessato alla mera sottoscrizione dei titoli”</i>, risulterebbe indifferente l’attività posta in essere dall’intermediario aderente al mercato (“servizio di collocamento” in presenza di un accordo di distribuzione con l’emittente ovvero “servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti” in difetto di tale accordo). La menzionata Associazione ha altresì aggiunto che, <i>“essendo il servizio di collocamento orientato al buon esito dell’offerta, l’impossibilità della sua remunerazione da parte del cliente comporta che i relativi oneri vengano interamente sostenuti dall’emittente, con aggravio, quindi, dei costi di emissione/funding e conseguente pregiudizio del canale di finanziamento alternativo a quello bancario”</i>, determinando un esito <i>“opposto a quello perseguito in ambito UE nel contesto della CMU (n.d.r. Capital Market Union)”</i>.</p>	<p>d’offerta”, la cui applicabilità resta naturalmente valida.</p>
<p>Lo Studio legale DLA Piper, nel rilevare l’<i>“impatto significativo”</i> del prospettato <i>unbundling</i> sul <i>“rapporto contrattuale tra emittente e distributore”</i>, ha evidenziato che <i>“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”</i>.</p> <p>Sul punto, si è espressa, in termini analoghi, anche ACEPI.</p> <p>ABI, nel rappresentare che lo scorporo dal prezzo della componente funzionale alla remunerazione dei distributori <i>“pone problematiche di natura implementativa di significativo rilievo (legate, tra l’altro,</i></p>	<p>Il raccomandato scorporo, dal prezzo degli strumenti finanziari, della componente funzionale alla remunerazione dell’attività dei distributori mira a richiamare l’attenzione degli intermediari sull’importanza di rispettare i canoni di corretta relazione con i propri clienti. Quest’ultimi, infatti, qualora la commissione remunerativa dovuta ai distributori sia inclusa nel prezzo dello strumento (e quindi concorra alla formazione dello stesso), si troverebbero a sostenere i costi connessi ad un’attività di collocamento senza, tuttavia, necessariamente fruire del menzionato servizio in caso di acquisto del titolo sul mercato.</p> <p>In virtù della <i>ratio</i> ispiratrice del legislatore UE, il sistema retributivo <i>“efficiente”</i> è quello che consente un allineamento tra gli interessi dell’intermediario e dell’investitore, così che al raggiungimento dell’interesse dell’uno corrisponda la soddisfazione dell’interesse dell’altro.</p> <p>Ciò premesso, non si ritengono condivisibili le argomentazioni a sostegno di un’asserita distorsione nei rapporti contrattuali tra soggetto emittente e intermediario collocatore, posto che la disciplina volta a regolare la relazione tra le parti (ivi inclusa la previsione di componenti retributive connesse ad un eventuale servizio di collocamento) deve risultare sempre coerente, da un punto di vista sostanziale, rispetto alle specifiche attività e prestazioni che vengono, in concreto, rese.</p> <p>Parimenti, non si ritiene di condividere le osservazioni in merito</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>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”</i>”, ha chiesto alla Consob “<i>di aprire un confronto tecnico sulle modalità di implementazione</i>”.</p>	<p>alla presunta difficoltà di distinguere la prestazione del servizio di collocamento rispetto ad altri servizi di investimento. In proposito, si rinvia a quanto già indicato dalla Consob nelle Comunicazioni DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014, n. DIN/1079230 del 19 ottobre 2001, n. DIN/1049452 del 21 giugno 2001 e n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997.</p>
<p>Lo Studio legale ALLEN&OVERY, nel far notare che “<i>non appaiono chiare le modalità con le quali dovrebbe avvenire il suddetto scorporo</i>”, ha osservato che l’ipotesi di pagamento diretto da parte del cliente di eventuali commissioni di collocamento “<i>comporterebbe di fatto l'inapplicabilità della disciplina degli inducements in sede di collocamento</i>”, in contrasto anche con gli indirizzi espressi dalla Consob nella sopra citata Comunicazione n. 0049126 dell'11 giugno 2014.</p>	<p>In tale contesto restano pienamente valide le condizioni di ammissibilità per il pagamento e la ricezione di “incentivi” previsti dalla vigente disciplina, specie ove essi costituiscono modalità di remunerazione “indiretta” per il servizio prestato al cliente.</p> <p>In ultimo si evidenzia che, ai fini di una maggiore chiarezza del testo, la versione finale della Raccomandazione specifica che le indicazioni in merito allo scorporo delle commissioni di collocamento non implicano una differenziazione del prezzo di regolamento dello strumento finanziario, che resta unico.</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p>Borsa Italiana ha chiesto di specificare che il menzionato <i>unbundling</i> “non comporta l’utilizzo nella piattaforma di negoziazione di una molteplicità di prezzi (al lordo e al netto degli incentivi) in funzione dei diversi tipi di servizi di investimento offerti dagli operatori. La distribuzione sul mercato deve continuare ad avvenire al prezzo comunicato al gestore dall’emittente e sotto la sua responsabilità - indipendentemente dalle commissioni applicate e dichiarate conformemente alla disciplina applicabile. Questo coerentemente con la definizione di offerta che, per qualificarsi come tale, deve svolgersi, come noto, secondo modalità standardizzate (uniformità di destinatari, tempi di offerta e prezzo)”.</p> <p>E’ stato, infine, osservato (ABI, ASSOSIM, ACEPI, Studio legale DLA Piper, Studio legale ALLEN&OVERY) che la disciplina concernente la documentazione d’offerta (Regolamento 809/2004/CE sugli schemi di prospetto, Regolamento PRIPs, nonché le indicazioni della Consob in tema di “scheda prodotto”) consentirebbero già il raggiungimento di adeguati livelli di trasparenza, sia in termini di costi e commissioni a carico dei sottoscrittori sia con riguardo alle componenti di prezzo degli strumenti finanziari.</p>	
<p><u>Quantitativo dell’offerta</u></p> <p>Borsa Italiana ha suggerito l’opportunità di non riferirsi all’“<i>intero ammontare dell’emissione</i>”, in quanto l’emittente potrebbe preferire la distribuzione sul mercato solo di una parte del quantitativo dell’offerta.</p> <p>ASSOSIM, nel far presente che il regolamento del mercato MOT</p>	<p>Rispetto al primo punto, evidenziato da Borsa Italiana, la facoltà per l’emittente di optare, per una parte dell’emissione, di non procedere alla distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale, resterebbe inalterata, pur rappresentando una deviazione dalla Raccomandazione. Tale scelta costituirebbe peraltro, a seguito dell’adozione della Raccomandazione,</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p>richiede un'issuance size minima, per le obbligazioni bancarie, pari a 15 milioni di euro, salvo deroghe laddove sia assicurato comunque un “mercato sufficiente”, ha osservato che “<i>l'ammissione alle negoziazioni su una piattaforma multilaterale non [costituisce] una soluzione percorribile sempre e comunque, dovendo la stessa sottostare a condizioni che salvaguardino la regolarità degli scambi</i>”.</p> <p>Lo Studio legale DLA Piper ha chiesto di “<i>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</i>”; secondo quanto evidenziato dal menzionato Studio legale, eventuali ostacoli “<i>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</i>”.</p>	<p>circostanza in corrispondenza della quale è richiesto all'intermediario di fornire all'autorità tutte le spiegazioni di cui alla parte finale della Raccomandazione medesima.</p> <p>In ultimo si evidenzia che il testo della Raccomandazione si rivolge espressamente ai gestori delle sedi multilaterali di negoziazione chiedendo di rimuovere eventuali vincoli o ostacoli al collocamento diretto di strumenti finanziari sulle proprie piattaforme.</p>
<p><u>Adempimenti informativi</u></p> <p>Lo Studio legale DLA Piper ha chiesto di chiarire “<i>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</i>”.</p> <p>In argomento, ABI ha chiesto di specificare se “<i>un emittente/intermediario che ricorra ad un internalizzatore sistematico, previsto alla lettera b) dell'ultimo paragrafo del</i></p>	<p>I sistemi di internalizzazione sistematica non possono essere assimilati, ai fini della raccomandazione, ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione, in quanto comunque caratterizzati da forme di discrezionalità da parte del soggetto intermediario che svolge l'attività di investimento <i>de qua</i>. A ciò si aggiunge la circostanza formale della non inclusione di tali sistemi nel novero delle sedi di negoziazione multilaterale, che farà seguito all'effettiva entrata in applicazione della nuova disciplina MiFIDII-MiFIR.</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>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”.</i></p>	<p>Come reso maggiormente chiaro nella versione finale della Raccomandazione, ciò non preclude la scelta dell’intermediario di avvalersi di un internalizzatore sistematico per la successiva negoziabilità degli strumenti finanziari di propria emissione che siano collocati/distribuiti secondo modalità diverse da quella oggetto di raccomandazione. In tale circostanza, infatti, le motivazioni adotte dall’intermediario, secondo il meccanismo di <i>comply or explain</i>, costituiranno, in una logica <i>risk-based</i>, oggetto di valutazione da parte della Consob.</p> <p>Tanto premesso, in merito alla richiesta proporzionalità circa l’obbligo di comunicare alla Consob informazioni in relazione ai presidi e alle modalità alternative alla raccomandata distribuzione tramite una sede di negoziazione multilaterale, si evidenzia che le informazioni sono richieste con maggiore dovizia di dettagli qualora gli strumenti finanziari siano oggetto di negoziazione nell’ambito di sistemi di incrocio o smobilizzo degli ordini dei clienti predisposti dagli intermediari ma diversi dai sistemi di internalizzazione sistematica.</p>
<p><u>Tempistica di adozione delle determinazioni</u></p> <p>ABI, nel far presente che “<i>le determinazioni da assumere [sulle aree trattate dalla Raccomandazione] 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</i></p>	<p>La Raccomandazione richiede agli intermediari innanzitutto una scelta di <i>policy</i> su come atteggiarsi in relazione alla sollecitazione della Consob circa la distribuzione in sistemi multilaterali di strumenti finanziari emessi da soggetti abilitati.</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>alternative, nonché la verifica della disponibilità di sedi di negoziazione adeguate per le diverse operatività e natura degli intermediari</i>”, ha chiesto “<i>una rivisitazione in senso estensivo del termine [di sei mesi] proposto [nel Documento di consultazione] ad almeno 12 mesi dalla data di adozione della Raccomandazione</i>”.</p> <p>Parimenti, l’Associazione Nazionale fra le Banche Popolari ha chiesto, “<i>in linea peraltro con quanto previsto riguardo all’entrata in vigore della MiFID 2-MiFIR</i>”, di estendere il termine prospettato nel Documento di consultazione ad “<i>almeno 12 mesi dall’emanazione della Raccomandazione</i>”.</p> <p>In senso contrario, il sig. MARCO BAVA ha proposto una riduzione del termine in parola a tre mesi.</p>	<p>Da tale decisione scaturiranno implementazioni operative per le quali tuttavia si ritiene sufficiente il termine di sei mesi dall’adozione della Raccomandazione, in quanto dalla consultazione non sono emerse difficoltà di attuazione tali da far ritenere necessario un più ampio lasso temporale.</p> <p>Sul punto, si rinvia anche a quanto evidenziato in relazione alle osservazioni in punto di “approccio metodologico”.</p> <p>Si rileva che l’informativa alla Consob sulle determinazioni assunte sarà trasmessa nell’ambito della relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività da inviarsi entro il 31 marzo 2017 ai sensi della Delibera n. 17297/2010.</p>
<p><u>Proposte di integrazione</u></p> <p>ADICONSUM, nell’esprimere apprezzamento per l’iniziativa assunta dalla Consob, ha suggerito di “<i>prevedere espressamente un presidio informativo che evidenzi graficamente – secondo canoni di semplicità e chiarezza – la differenza di modello di negoziazione utilizzata e, sempre con caratteri evidenziati e posti nel frontespizio dell’eventuale documento predisposto, sottolinei accuratamente il rischio di liquidità, riportando la dicitura che «potrebbero esserci altri tipi di prodotti più adatti alle sue esigenze e di pronta liquidità»</i>”.</p> <p>ADICONSUM ha altresì segnalato l’opportunità di “<i>prevedere, nell’ambito delle procedure organizzative interne, modalità di rilievo e di evidenziazione di pratiche di collocamento di prodotti finanziari</i></p>	<p>In rapporto alla richiesta dell’Associazione sulle modalità informative alla clientela sul rischio di liquidità dei prodotti, si osserva che l’ambito della Raccomandazione non si estende a considerare tematiche di <i>disclosure</i>, oggetto invece di ulteriori iniziative attivate dall’Istituto. In proposito si sottolinea peraltro che già con la Comunicazione in materia di prodotti illiquidi (cfr. Comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009) la Consob aveva fornito specifiche raccomandazioni agli operatori sulla fornitura di informazioni alla clientela in relazione al rischio di liquidità.</p> <p>Anche il tema dei controlli sul rispetto delle procedure interne e sul <i>whistle-blowing</i> esula dall’oggetto della Raccomandazione. Si</p>

Osservazioni	Valutazioni
<p><i>che disattendono il modello e le linee guida adottate, attuate dagli intermediari</i>”, nonché di “<i>prevedere il meccanismo del whistleblowing – opportunamente portato a conoscenza del personale – per mezzo del quale segnalare le condotte di coloro che agiscano in spregio delle regole adottate</i>”.</p>	<p>ritiene comunque che la disciplina di settore, anche alla luce delle imminenti evoluzioni della medesima (cfr. ad esempio MiFIDII sul tema del <i>whistle-blowing</i>), già contenga specifiche disposizioni a presidio delle cennate aree.</p>

B) Analisi di impatto della regolamentazione

La crisi finanziaria ha significativamente inciso sulla fiducia degli investitori verso gli intermediari e ha generato una serie di interventi della Consob volti ricostruire una corretta dialettica fra banche e investitori, con particolare riferimento al processo di distribuzione dei prodotti finanziari.

La Raccomandazione in oggetto riguarda lo svolgimento delle attività legate alla *distribuzione da parte degli intermediari di prodotti di propria emissione*. Tali attività sono infatti caratterizzate da rilevanti profili di *conflitto fra gli interessi dei clienti e quelli degli intermediari* che hanno avuto un impatto sull'efficienza e la trasparenza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

Inoltre, per sostenere la *liquidità dei titoli*, molti intermediari hanno assunto nei confronti dei clienti degli *impegni al riacquisto a condizioni di prezzo prefissate* che si sono rivelati, in un contesto economico e finanziario profondamente mutato, più difficili e onerosi da onorare, anche per ragioni di natura prudenziale. Tali circostanze possono contribuire ad aumentare il rischio che gli intermediari pongano in essere condotte non in linea con i doveri previsti dalla normativa di riferimento, anteponendo i propri interessi a quelli dei risparmiatori verso i quali prestano servizi di investimento.

Trasparenza dei meccanismi di formazione del prezzo e liquidità degli strumenti finanziari sono *obiettivi profondamente interconnessi*, come già evidenziato nella Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104, dove l'illiquidità veniva considerata come causa ostativa alla trasparenza del processo di formazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Pertanto, *viene raccomandato* agli *intermediari*, anche nell'ipotesi in cui utilizzino distributori terzi per gli strumenti finanziari di propria emissione, di *avvalersi per la distribuzione degli strumenti finanziari* (diversi dai fondi UCITS) *di sedi di negoziazione multilaterali* e di *scorporare dal prezzo (di vendita) l'eventuale commissione di collocamento* (“comply”).

Qualora l'intermediario valuti di non attenersi alle raccomandazioni sopra indicate, viene richiesto (“or explain”) di *fornire descrizione puntuale dei presidi e delle modalità di distribuzione alternative adottate* e della eventuale *idoneità ad assicurare la liquidabilità* delle posizioni assunte dagli investitori, con specifica indicazione in merito all'eventuale negoziazione degli strumenti finanziari su sistemi di internalizzazione sistematica o su sistemi di incrocio o smobilizzo degli ordini dei clienti predisposti dagli intermediari stessi.

Tale spiegazione dovrà contenere una *descrizione dettagliata del relativo funzionamento del sistema* e, ove le condizioni di cui sopra siano suscettibili di *modifica* successivamente al collocamento dello strumento finanziario presso la clientela *retail*, una descrizione dettagliata delle misure a tutela delle aspettative dell'investitore circa la liquidabilità dello strumento finanziario acquistato.

Inoltre, per favorire le condizioni affinché gli intermediari possano effettivamente dar

seguito alla raccomandazione con i minori oneri possibili, *viene raccomandato ai gestori di sedi di negoziazione multilaterale di mettere a disposizione le procedure e funzionalità idonee a consentire la distribuzione diretta*, sui sistemi dagli stessi gestiti, di nuove emissioni di strumenti finanziari, rimuovendo eventuali vincoli o ostacoli al collocamento diretto di strumenti finanziari sulle proprie piattaforme. Anche in questo caso, la raccomandazione è accompagnata dalla richiesta di comunicare le ragioni dell'eventuale decisione di non adeguarsi alle misure auspicate. In tal modo si intende supportare *l'ampliamento del ventaglio di opzioni per la negoziazione dei titoli* in argomento e la conseguente effettuazione dell'attività a costi competitivi.

La raccomandazione prevede per gli intermediari un periodo di 6 mesi decorsi i quali dovranno essere assunte e comunicate le scelte in merito alla politica distributiva e alle iniziative volte a sostenere la liquidità dei titoli di propria emissione.

1) Benefici

La raccomandazione mira ad ottenere i seguenti benefici:

- Migliorare *l'efficienza e la trasparenza* nel meccanismo di formazione del prezzo in sede di distribuzione di strumenti finanziari (*comply*);
- Migliorare *l'informativa* sugli emittenti di tali strumenti attraverso i presidi garantiti dalla normativa applicabile alle sedi di negoziazione;
- Sostenere la *liquidità* di tali strumenti finanziari (*comply*);
- Dare l'opportunità agli emittenti di sostenere la liquidabilità degli strumenti finanziari *senza assumere impegni* le cui condizioni possono essere alterate e divenire molto costose in relazione ai cambiamenti del contesto economico e finanziario (*comply*);

Inoltre, la richiesta ai soggetti abilitati di chiarire eventuali scostamenti dagli auspici della raccomandazione permetterà di ottenere *informazioni dettagliate sulle eventuali modalità alternative* di distribuzione e sui sistemi di sostegno alla liquidabilità e liquidità utilizzati per garantire da parte degli intermediari il perseguitamento dei benefici precedentemente indicati (*explain*).

2) Oneri

Gli oneri sono rappresentati da:

- *I costi di “accesso alle negoziazioni”* (*comply*): anche in ragione della mancanza di evidenze contrarie fornite in sede di consultazione, si ritiene che gli stessi potranno risultare proporzionali e comunque in linea rispetto ai diversi possibili canali distributivi. Inoltre, anche a seguito di quanto raccomandato ai gestori delle piattaforme, la loro dinamica potrà essere decrescente a seguito della maggiore disponibilità delle sedi di negoziazione di offrire tale servizio per gli emittenti; la fisiologica concorrenza potrà infatti

innescare un meccanismo virtuoso e favorire una formazione più efficiente dei prezzi;

- *I costi derivanti dallo status di emittente negoziato su MTF o mercato regolamentato (comply):* tali oneri sono il risultato di un complesso di norme in via di completa attuazione, adottate nell'ampio processo di revisione normativa avviato a seguito della crisi finanziaria (2008). Con l'entrata in vigore della Direttiva MiFID II, peraltro, anche le sedi di negoziazione residuali rispetto a mercati regolamentati e MTF (OTF, *organized trading facility*) verranno inclusi nell'ambito oggettivo dei principali obblighi normativi e, pertanto, qualunque forma assuma la strategia per favorire la liquidità degli strumenti in argomento dovrà tener conto del rinnovato e più oneroso quadro normativo;
- *Gli oneri legati alla fornitura delle informazioni richieste nel caso in cui la distribuzione avvenga al di fuori dei canali raccomandati (explain).*

La raccomandazione mira, in sintesi, a favorire un contesto nel quale le sedi di negoziazione favoriscano le condizioni necessarie per una formazione più efficiente e trasparente del prezzo degli strumenti distribuiti, grazie alla presenza potenziale di interessi multipli in acquisto e vendita e alla possibilità di comparare prezzi e rendimenti di un ampio insieme di possibili investimenti.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, si ritiene che a fronte dei benefici attesi in termini, sia di maggiore trasparenza nel processo di distribuzione da parte degli intermediari di prodotti di propria emissione, sia del grado di maggiore liquidabilità dell'investimento, i costi gravanti sugli emittenti risultino proporzionali, anche in funzione del nuovo quadro normativo di prossima applicazione che comporterà una estensione dei presidi attualmente previsti con riguardo a mercati regolamentati ed MTF anche alle altre sedi di negoziazione (OTF).

Tali costi unitamente ai benefici attesi saranno peraltro oggetto di monitoraggio ai fini della successiva revisione dell'atto. In particolare, l'attività di monitoraggio riguarderà

- il numero di società di gestione di sistemi di negoziazione che metteranno a disposizione le procedure e funzionalità idonee a consentire la distribuzione diretta, sui sistemi dalle stesse gestiti, di nuove emissioni di strumenti finanziari ed i relativi costi;
- il numero delle emissioni (e il controvalore) distribuite su sedi di negoziazione, con specifica attenzione alle emissioni effettuate su tali sedi da società non finanziarie.