

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

DISTRIBUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI TRAMITE UNA SEDE DI NEGOZIAZIONE MULTILATERALE

9 MAGGIO 2016

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro l'8 giugno 2016 *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno](#) oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Intermediari

Divisione Mercati

Via G. B. Martini, n. 3

00198 - ROMA

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

1. PREMESSA

La distribuzione di strumenti finanziari rappresenta già da tempo un'area di particolare attenzione per la tutela degli investitori al dettaglio¹.

Le asimmetrie informative che connotano il rapporto tra cliente *retail* e intermediario rendono la comprensione delle caratteristiche e dei rischi connessi alle transazioni (ivi incluso il rischio di liquidabilità) non agevole, spesso alterando la capacità dei risparmiatori di assumere decisioni di investimento consapevoli.

Gli strumenti finanziari (specie bancari) vengono 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 può essere disatteso a favore di interessi propri dell'intermediario, soprattutto in fasi congiunturali connotate da necessità di stabilizzazione patrimoniale e di *funding*.

Le circostanze richiamate risultano amplificate nel caso di operazioni in relazione alle quali non siano disponibili sufficienti informazioni sulle condizioni delle transazioni, nonché nel caso in cui vi sia assenza di riferimenti costituiti da prezzi formati su mercati efficienti.

Nella prospettiva della finalità di accrescimento delle tutele prestate nei confronti dei clienti

¹ Per distribuzione si intende sia la fase di mercato primario che quella di mercato secondario.

retail, la Consob ha fornito nel tempo indirizzi interpretativi e applicativi utili a consentire agli intermediari di allineare le proprie condotte ai doveri imposti dal quadro normativo di riferimento.

Con la Comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104, riguardante “*Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*” è stato evidenziato, in particolare, l’elevato rischio di liquidità/liquidabilità, determinato dall’impossibilità giuridica o fattuale al disinvestimento, connesso tipicamente alle operazioni in obbligazioni bancarie, polizze assicurative a contenuto finanziario e derivati negoziati *over the counter*.

Nell’ambito della suddetta Comunicazione è stato, tra l’altro, evidenziato come condizioni di prezzo efficiente e, pertanto, di liquidità dei titoli possano essere garantite anche da un impegno, assunto contrattualmente dagli intermediari-emittenti, al riacquisto dei propri prodotti secondo criteri e meccanismi prefissati e coerenti con quelli relativi al *pricing* degli stessi nel mercato primario.

Nella prassi concreta, gli intermediari emittenti si sono spesso avvalsi della predetta modalità operativa, impegnandosi a garantire la liquidità delle proprie emissioni di obbligazioni, in presenza di condizioni date.

A fronte delle recenti evoluzioni normative che insistono (anche) sul settore dell’intermediazione mobiliare, gli intermediari sono ora chiamati ad una più ampia riflessione sulle misure approntate a presidio del corretto e trasparente esercizio della relativa attività, al fine di assicurare ai propri assetti operativi una simmetria e coerenza con il rispetto degli interessi della clientela.

Con l’implementazione della disciplina “CRD IV”, costituita dalla Direttiva 2013/36/UE (“*Capital Requirements Directive*”) e dal Regolamento (UE) n. 575/2014 (“*Capital Requirements Regulation*”), sono state introdotte nell’ordinamento regole tese a rafforzare i requisiti patrimoniali e prudenziali che gli intermediari sono già tenuti a soddisfare per esigenze di stabilità, anche al fine di mitigare gli effetti sistemici di *shock* che possono colpire gli operatori.

A seguito del recente recepimento della Direttiva 2014/59/UE (“*Banking Resolution and Recovery Directive*, cd. “BRRD”), sono state previste specifiche limitazioni all’intervento pubblico a sostegno di un intermediario che versi in una situazione di crisi. In particolare, gli oneri dell’eventuale dissesto vengono a gravare anche sugli azionisti e sui portatori degli altri strumenti finanziari - ivi incluse le obbligazioni - emessi dagli istituti in crisi. In tale ambito, sono stati altresì definiti requisiti minimi di passività eleggibili che gli intermediari sono tenuti a rispettare, su base individuale e consolidata, in relazione ai quali devono essere attentamente valutati anche eventuali impegni al riacquisto assunti dai medesimi soggetti emittenti.

Le modifiche normative sopra descritte hanno comportato anche un innalzamento del rischio di liquidità insito nei titoli assoggettabili a misure di risoluzione (ivi incluso il c.d. *bail-in*), in considerazione sia della maggiore esposizione delle citate *liabilities* alle situazioni di tensione sul mercato dei capitali, nonché della limitata capacità dei risparmiatori di percepire e reagire ad eventuali segnali di *distress* (riguardanti le condizioni economiche e/o prudenziali) degli intermediari emittenti.

Come comprovato dalle evidenze di vigilanza, i maggiori impedimenti, di natura anche prudenziale, al riacquisto possono contribuire ad aumentare il rischio che gli intermediari pongano in essere condotte non in linea con i doveri previsti dalla normativa di riferimento (ad esempio, attraverso pressioni alla clientela finalizzate a scoraggiare eventuali smobilizzi delle posizioni assunte).

Deve inoltre aggiungersi che un contributo è stato fornito dalla Comunicazione n. 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*”.

Al riguardo, si richiama l'attenzione anche degli emittenti non finanziari sull'opportunità di valutare il collocamento diretto di strumenti finanziari su sistemi multilaterali di negoziazione (mercati regolamentati o MTF). A tal fine occorre che i soggetti gestori di sistemi multilaterali di negoziazione individuino ed eliminino eventuali vincoli al collocamento diretto di strumenti finanziari sulle proprie piattaforme.

2. LE RACCOMANDAZIONI DELLA CONSOB

Con la presente Raccomandazione si intende richiamare l'attenzione degli intermediari (sia che la funzione di *securities issuer* e prestatore dei servizi di investimento coincidano sia che si tratti di funzioni attribuite a soggetti distinti) sull'importanza di dotarsi di sistemi e misure operative in grado di assicurare che la distribuzione degli strumenti finanziari soddisfi adeguati livelli di trasparenza ed efficienza, anche nell'ottica di mitigare rischi di comportamenti non in linea con il miglior interesse della clientela.

Ciò premesso, qualora l'intermediario decida di offrire strumenti finanziari caratterizzati da profili di illiquidità a investitori *retail* - che spesso tendono a sottostimare i rischi connessi - dovranno essere apprestati presidi idonei a garantirne la trattazione secondo meccanismi efficaci che abbiano riguardo al prezzo, ai costi e ai tempi di conclusione dell'operazione², in ossequio a quanto previsto dall'art. 21 Tuf.

In proposito, si raccomanda di avvalersi, ai fini della distribuzione degli strumenti finanziari e con l'obiettivo della successiva ammissione a negoziazione di questi ultimi, di una sede di negoziazione multilaterale (mercato regolamentato o MTF)³, tale da consentire, mediante procedure e funzionalità dedicate:

- a) all'emittente, direttamente o per il tramite di un intermediario incaricato, di immettere sul sistema una proposta di vendita pari all'intero ammontare dell'emissione;
- b) ai partecipanti al mercato di immettere proposte in acquisto, in esecuzione o in relazione ad ordini di clienti ovvero per esigenze patrimoniali proprie, secondo le modalità ordinarie di immissione e gestione delle proposte attraverso le strutture

² Restano fermi, in relazione all'esecuzione degli ordini per conto dei clienti, gli obblighi in materia di *best execution* di cui agli artt. 45 e seguenti del Regolamento Intermediari.

³ Al riguardo, con Comunicazione n. 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*”, la Consob ha fornito indicazioni in merito all'inquadramento nell'ambito dei servizi di investimento dell'operatività svolta dai soggetti a vario titolo coinvolti nella citata procedura di distribuzione dei titoli, chiarendo i connessi doveri e responsabilità.

informatiche di supporto delle negoziazioni, nel rispetto delle regole di esecuzione non discrezionali adottate dalla sede di negoziazione.

Si raccomanda inoltre agli intermediari, nella fase di mercato primario, di scorporare dal prezzo dello strumento finanziario la componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori, in ragione della possibilità che i clienti che accedono al sistema di negoziazione multilaterale, non fruendo del servizio di collocamento, non ne debbano sostenere il costo.

Si ritiene che l'utilizzo della modalità distributiva sopra raccomandata contribuisca tra l'altro anche a favorire una maggiore continuità fra mercato primario e mercato secondario, potendo fungere da utile indicatore circa l'ampiezza e la profondità del *book* di negoziazione con particolare riguardo alla pluralità degli interessi in acquisto e in vendita, nonché alla frequenza e al volume delle transazioni.

Diversamente, qualora l'intermediario ritenga di non avvalersi della struttura e del funzionamento di una sede di negoziazione multilaterale, dovrà attentamente valutare, sotto la propria responsabilità, che il processo di distribuzione, in concreto, adottato rispetti adeguate condizioni di trasparenza e di efficienza.

Gli intermediari assumeranno le determinazioni sulle aree trattate nella presente Raccomandazione nel più breve tempo possibile e, comunque, entro il termine di sei mesi dalla data di adozione della Raccomandazione, dandone informativa alla Consob nell'ambito delle comunicazioni periodiche di cui alla Delibera n. 17297/2010.

In particolare, nell'ipotesi in cui gli intermediari decidano di orientarsi in senso difforme dalle raccomandazioni della Consob, andrà fornita:

- a) descrizione puntuale dei presidi e delle modalità di distribuzione adottate e della relativa idoneità ad assicurare la liquidità ovvero la liquidabilità delle posizioni assunte dagli investitori;
- b) specifica in merito all'eventuale negoziazione degli strumenti finanziari su sistemi di internalizzazione sistematica ovvero su sistemi di incrocio o smobilizzo degli ordini dei clienti predisposti dagli intermediari stessi;
- c) qualora lo strumento finanziario dovesse essere oggetto di negoziazione nell'ambito dei sistemi di incrocio o smobilizzo degli ordini dei clienti predisposti dagli intermediari, una descrizione dettagliata del relativo funzionamento del sistema, indicando:
 - (i) la natura multilaterale o bilaterale del sistema;
 - (ii) le modalità di conclusione dei contratti;
 - (iii) il ruolo dell'intermediario nelle negoziazioni;
 - (iv) le regole di accesso degli investitori al sistema;
 - (v) le modalità di interazione degli interessi di acquisto e vendita;
 - (vi) la natura discrezionale o meno delle regole di *matching*;
 - (vii) le regole che presiedono alla formazione del prezzo.

- d) 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.

Le decisioni assunte dagli intermediari contribuiranno ad orientare le azioni di vigilanza dell'Istituto, improntate a logiche *risk-based*.