



## **Comunicazione n. 0092492 del 18-10-2016**

### **Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale**

#### **1. PREMESSA**

La distribuzione di strumenti finanziari rappresenta già da tempo un'area di particolare attenzione per la tutela degli investitori al dettaglio, soprattutto laddove gli strumenti siano emessi e distribuiti da parte di intermediari ovvero qualora gli strumenti si caratterizzino per una intrinseca minore liquidità.

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 miglior interesse della clientela può essere disatteso a favore di interessi propri dell'intermediario, soprattutto in fasi congiunturali connotate da necessità di stabilizzazione patrimoniale e di finanziamento.

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

Qualora l'intermediario decida di offrire strumenti finanziari caratterizzati da profili di illiquidità a investitori *retail* - che spesso tendono a sottostimare i rischi connessi – occorre predisporre, a miglior tutela del cliente, presidi idonei a garantire la trattazione di tali strumenti finanziari secondo meccanismi efficaci con riguardo al prezzo, ai costi e ai tempi di conclusione dell'operazione<sup>1</sup>, in ossequio a quanto previsto dall'art. 21 Tuf.

Nella prospettiva della finalità di accrescimento delle tutele prestate nei confronti dei clienti *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. Tale rischio è tipicamente connesso 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

---

<sup>1</sup> 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

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, 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 a una più ampia riflessione sulle misure approntate a presidio del corretto e trasparente esercizio della propria attività, al fine di assicurare la coerenza degli assetti operativi 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 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")<sup>2</sup>, sono state previste 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 ammissibili 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, sia della limitata capacità dei risparmiatori di percepire e reagire a eventuali segnali di tensione 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 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).

Tutto quanto sopra premesso, si ritiene che l'accesso degli strumenti finanziari emessi da intermediari alla negoziazione su sedi multilaterali di negoziazione (mercati regolamentati o MTF) consenta di realizzare più compiutamente l'obiettivo della tutela degli investitori. Ciò per ragioni, come fin qui argomentato, legate al contenimento delle asimmetrie informative e alla garanzia della possibilità di disinvestimento. La circostanza di concentrare entrambe le fasi di emissione e negoziazione in un'unica sede offre maggiore certezza (e tempi più rapidi) che al mercato primario segua contestualmente una negoziazione sul secondario, quale garanzia della "liquidabilità" (ancorché non necessariamente "liquidità") di un investimento, in base alla legge della domanda e

---

<sup>2</sup> In proposito si rammenta che l'ESMA ha di recente (cfr. ESMA/2016/902 del 2 giugno 2016) adottato uno "*Statement*" avente ad oggetto i prodotti soggetti a misure di risoluzione in cui sono indicate misure di *investor protection* afferenti alla trasparenza e correttezza delle condotte degli intermediari nella distribuzione dei medesimi.

dell'offerta e secondo pre-determinate e trasparenti regole di negoziazione. Appare inoltre non trascurabile l'effetto di incremento della trasparenza riguardo alle operazioni di investimento e disinvestimento sugli strumenti finanziari in discorso, qualora oggetto di scambio su sedi multilaterali di negoziazione.

In ultimo, si richiama l'attenzione degli emittenti che non rientrano nell'ambito di applicazione della presente Raccomandazione di valutare l'opportunità della distribuzione diretta degli strumenti finanziari di propria emissione su sedi multilaterali di negoziazione, 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.

## 2. RACCOMANDAZIONI SULLA DISTRIBUZIONE DI STRUMENTI FINANZIARI

Con la presente Raccomandazione si intende richiamare l'attenzione dei soggetti abilitati<sup>3</sup> (di seguito anche gli intermediari) sull'importanza di dotarsi di sistemi e misure operative in grado di assicurare che la distribuzione degli strumenti finanziari a clienti *retail* soddisfi adeguati livelli di trasparenza ed efficienza - salvi comunque i presidi di correttezza in relazione alla verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti - anche nell'ottica di mitigare rischi di comportamenti non in linea con il miglior interesse della clientela. Ciò sia nel caso in cui l'emittente svolga anche la funzione di prestatore dei servizi di investimento sia nel caso in cui l'emittente, pur essendo un soggetto abilitato, si avvalga di altri intermediari<sup>4</sup>.

In proposito, si raccomanda di avvalersi, ai fini della distribuzione degli strumenti finanziari<sup>5</sup> e con l'obiettivo della successiva ammissione a negoziazione di questi ultimi, di una sede di negoziazione multilaterale (mercato regolamentato o MTF)<sup>6</sup>, tale da consentire, mediante procedure e funzionalità dedicate:

- a) al soggetto che emetta strumenti finanziari, di immettere sul sistema una proposta di vendita pari all'intero ammontare dell'emissione, sia direttamente sia per il tramite di un diverso intermediario incaricato;
- 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 informatiche di supporto delle negoziazioni, nel rispetto

---

<sup>3</sup> Oltre ai soggetti di cui all'art. 1, comma 1, lett. r) del D. Lgs. n. 58/1998 (TUF), la presente si ritiene applicabile anche alla società Poste Italiane – Divisione Servizi di Banco Posta, agli agenti di cambio iscritti nel ruolo di cui all'articolo 201, comma 7, del TUF ed alle banche che svolgono l'attività di cui all'art. 25-bis del medesimo decreto legislativo.

<sup>4</sup> Anche gli intermediari distributori che non svolgono la funzione di "emittente" conducono autonome valutazioni sulla coerenza delle modalità distributive adottate con quanto indicato dalla presente Raccomandazione, avuto riguardo al proprio *target* di clientela.

<sup>5</sup> 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. Resta l'opportunità per gli intermediari gestori di valutare nell'ambito delle proprie *policy* se la distribuzione a mezzo di sistemi multilaterali possa risultare meglio in grado di servire l'interesse dei clienti.

<sup>6</sup> 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.

delle regole di esecuzione non discrezionali adottate dalla sede di negoziazione per l'ordinaria operatività di mercato secondario.

Nella fase di mercato primario si raccomanda, inoltre, ferma restando l'unicità del prezzo di regolamento delle negoziazioni concluse, di incorporare dal medesimo la componente funzionale alla remunerazione dell'attività dei distributori, in ragione della possibilità che i clienti che accedono alla sede di negoziazione multilaterale non fruiscano del servizio di collocamento e non ne debbano quindi sostenere il costo.

Si raccomanda infine ai gestori di sedi multilaterali di negoziazione di mettere a disposizione, per le finalità di cui sopra, le procedure e funzionalità idonee a consentire la distribuzione diretta, sui sistemi dagli stessi gestiti, di nuove emissioni di strumenti finanziari, secondo le modalità sopra indicate, rimuovendo eventuali vincoli o ostacoli al collocamento diretto di strumenti finanziari sulle proprie piattaforme.

Si invitano altresì i gestori delle sedi di negoziazione multilaterale a fornire idonea informazione alla Consob riguardo alle modalità e alla tempistica con le quali si intende dare attuazione a quanto sopra raccomandato. Nell'ipotesi in cui i gestori delle sedi di negoziazione multilaterale valutino di orientarsi in senso difforme dalla Raccomandazione, essi comunicano alla Consob, nel più breve tempo possibile e, comunque, entro il termine di sei mesi dalla data di adozione della Raccomandazione, le ragioni che non consentono la realizzazione delle procedure e funzionalità raccomandate.

\*\*\*\*\*

Qualora l'intermediario ritenga di non avvalersi della struttura e del funzionamento di una sede di negoziazione multilaterale per l'intero ammontare o per una parte delle emissioni, dovrà attentamente valutare, sotto la propria responsabilità, nell'ambito delle proprie *policy*, che il processo di distribuzione in concreto adottato rispetti adeguate condizioni di trasparenza e di efficienza.

Gli intermediari<sup>7</sup> 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<sup>8</sup>.

In particolare, nell'ipotesi in cui gli intermediari decidano di orientarsi in senso difforme dalle raccomandazioni della Consob<sup>9</sup>, andrà fornita:

a) descrizione puntuale dei presidi e delle modalità di distribuzione adottate e della eventuale idoneità ad assicurare la liquidità ovvero la liquidabilità delle posizioni assunte dagli investitori;

---

<sup>7</sup> Ivi inclusi coloro che svolgono la sola funzione distributiva.

<sup>8</sup> In particolare le informazioni dovranno essere veicolate, con separata evidenza, nelle relazioni sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività.

<sup>9</sup> Numerosi intermediari attualmente svolgono attività di internalizzazione sistematica, quindi garantendo alla propria clientela un canale di disinvestimento, spesso proprio con riguardo a strumenti finanziari da essi stessi emessi. In un'ottica di proporzionalità, tale circostanza può essere adeguatamente considerata da ciascun intermediario, nelle proprie valutazioni circa l'opportunità di conformarsi alle presenti raccomandazioni, secondo le modalità di *comply or explain* indicate in questa stessa Raccomandazione.

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*.

*IL PRESIDENTE*  
*Giuseppe Vegas*