



**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE CONSEGUENZE SULLA
REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI
DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI**

**Proposte di adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla Consob al regolamento (UE)
n. 596/2014 in materia di abusi di mercato**

8 aprile 2019

SEZIONE I - MOTIVAZIONI E OBIETTIVI DEL PROVVEDIMENTO

La nuova normativa sugli abusi di mercato delineata nel regolamento (UE) n. 596/2014 (“**MAR**”) e nella direttiva 2014/57/UE (“**MAD2**”), relativa, rispettivamente, al sistema amministrativo e a quello penale, ha modificato il quadro di riferimento e l’ambito della disciplina sulle prassi di mercato ammesse (“**AMP**”), per una compiuta armonizzazione delle regole in materia di abusi di mercato in linea con l’obiettivo del “*single rulebook*”.

Rispetto alle fattispecie di manipolazione del mercato di tipo operativo, MAR sancisce la non sanzionabilità delle condotte giustificate da motivi legittimi e conformi a prassi di mercato ammesse dall’autorità nazionale competente (“**NCA**”).

In particolare, l’articolo 13 MAR e il relativo regolamento delegato (UE) 2016/908 recano una disciplina dettagliata che la **NCA** deve seguire sia per quanto attiene ai criteri di valutazione, sia per quanto attiene alla procedura relativa al rilascio di un parere formale dell’ESMA e alla procedura di mediazione in caso di contestazione di una prassi ammessa da parte di un’altra autorità nazionale. L’ESMA presenta ogni anno una relazione alla Commissione europea sulle modalità di applicazione delle prassi ammesse nei mercati interessati. La prima relazione, disponibile nel sito dell’ESMA, è stata pubblicata il 16 gennaio 2019 (“**ESMA Report**”).

Nel previgente regime europeo definito dalla direttiva 2003/6/CE (“**MAD1**”) la Consob aveva ammesso due prassi di mercato con delibera n. 16839 del 19 marzo 2009 attinenti all’attività di sostegno della liquidità del mercato (“**Prassi n. 1**”) e all’acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino titoli” (“**Prassi n. 2**”) e una terza prassi di mercato con delibera n. 18406 del 13 dicembre 2012 attinente al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate (“**Prassi n. 3**”).

Nel documento di consultazione pubblicato in data 24 ottobre 2016 (pag. 5, nota 9), avente ad oggetto le modifiche regolamentari occorrenti in attuazione di MAR, è stato preannunciato al mercato che la revisione delle anzidette prassi sarebbe stata oggetto di un’apposita consultazione pubblica, al fine di valutare l’adeguatezza delle tre AMP riconosciute dalla Consob nel previgente regime. Tali prassi, dunque, sono rimaste vigenti in via transitoria ai sensi dell’articolo 13, paragrafo 11, comma 2, MAR.

Con riguardo alla prassi attinente ai contratti di liquidità, l'ESMA ha approvato nel dicembre 2016 una serie di punti sui quali far convergere le prassi nazionali ("*Points for convergence*"), che sono stati resi pubblici il 25 aprile 2017. Ciò al fine di garantire un'applicazione uniforme delle prassi di mercato da parte delle autorità nazionali.

Rispetto alle Prassi n. 2 e n. 3 ammesse dalla Consob, il *Market Integrity Standing Committee* dell'ESMA ("*MISC*", gruppo di lavoro delegato ad occuparsi, tra l'altro, dei temi relativi alle prassi di mercato) ha espresso alcune preoccupazioni rispetto alla tutela dell'integrità dei mercati e alla coerenza con il nuovo quadro regolamentare europeo.

In considerazione dell'evoluzione del quadro regolamentare anzidetto, con il documento di consultazione, pubblicato in data 21 settembre 2018, è stato proposto al mercato di modificare la Prassi n. 1, in modo da renderla coerente con le disposizioni di MAR e del relativo regolamento delegato (UE) 2016/908, nonché con i citati *Points for convergence* delineati dall'ESMA, e di far cessare le Prassi n. 2 e n. 3, a seguito degli approfondimenti effettuati in ambito MISC.

Inoltre, è stato attivato un apposito indirizzo *email* (prassi.mercato@consob.it) al quale trasmettere eventuali richieste di chiarimenti o di appositi incontri. In data 24 ottobre 2018 si è svolto un incontro con associazioni di categoria e operatori che avevano manifestato interesse al tema.

Il 6 marzo 2019 la Commissione europea ha annunciato che è stato raggiunto l'accordo politico con il Consiglio e il Parlamento sulla proposta lanciata il 24 maggio 2018 di modificare MAR e il regolamento (UE) 2017/1129 (regolamento Prospetto) al fine di promuovere i mercati di crescita per le PMI¹. Nell'ambito di tale accordo è previsto che, ferma restando la disciplina generale sulle prassi di mercato delineata dall'articolo 13 MAR, gli emittenti quotati su dette sedi di negoziazione possano avvalersi di una prassi di mercato sui contratti di liquidità e che l'ESMA elabori norme tecniche di livello 2.

SEZIONE II – ESITI DELLA CONSULTAZIONE E ANALISI DI IMPATTO DELL'INTERVENTO

1. STAKEHOLDER MAPPING

La consultazione pubblica si è conclusa in data 22 ottobre 2018. In risposta al documento di consultazione sono prevenuti n. 6 contributi.

Soggetto	Categoria	Settore
ABI	Associazione	banche
Assonime	Associazione	società emittenti
Assosim	Associazione	intermediari finanziari
Borsa Italiana	Gestore mercato	finanza
Latham & Watkins	Studio legale	consulenza
Legance	Studio legale	consulenza

¹ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1568_en.htm

"European Commission – Press Release: Capital Markets Union: Commission welcomes agreement on new rules to further improve access to capital markets for smaller businesses".

I citati contributi sono pubblicati sul sito *web* della Consob.

2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE

Nei successivi paragrafi si riportano i contributi pervenuti sulle proposte e le relative valutazioni da parte della Consob per ciascuna delle tre AMP.

Si anticipa che con riguardo alla Prassi n. 1 è stato deciso di trasmettere all'ESMA il nuovo testo in appendice, ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 3, MAR. L'ESMA entro due mesi emetterà il parere di cui all'articolo 13, paragrafo 4, MAR².

Riguardo alle Prassi n. 2 e n. 3 è stato deciso di farle cessare sulla base delle motivazioni illustrate nei paragrafi 2.2 e 2.3. Nondimeno, la Consob fornirà indicazioni sulle modalità di proseguimento dell'operatività in linee guida che definiscono modalità di operare sul mercato che riducono il rischio di incorrere in abusi.

In particolare, come suggerito in uno dei contributi ricevuti (cfr. *infra*), la Consob elaborerà indicazioni sulle modalità per effettuare acquisti di azioni proprie in un contesto di mercato integro e, nel chiarire come l'operatività posta in essere dagli intermediari per fornire liquidità ai prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate non implichi, per ciò solo, una manipolazione del mercato, fornirà elementi di dettaglio sulle modalità operative e sulle informazioni utili agli investitori.

2.1. PRASSI N. 1 – ATTIVITÀ DI SOSTEGNO DELLA LIQUIDITÀ DEL MERCATO

Sono stati sottoposti ai partecipanti alla consultazione tre quesiti relativi alla struttura della prassi, due quesiti relativi ai limiti operativi e due quesiti sulle condizioni relative alla trasparenza.

Prima di valutare le osservazioni ricevute dai rispondenti, si illustrano alcuni temi di carattere generale.

Points for convergence

Alcune osservazioni ricevute hanno avuto ad oggetto richieste di deroga con riguardo a condizioni previste dai *Points for convergence* indicati dall'ESMA.

In particolare, ABI e Assosim hanno formulato osservazioni in merito a:

- i limiti massimi alle risorse che possono essere allocate all'attività di sostegno della liquidità (limiti connessi alla media degli scambi di un periodo precedente ovvero, nel caso di strumenti

² I due paragrafi recitano come segue: “3. Prima di istituire una prassi di mercato ammessa ai sensi del paragrafo 2, l'autorità competente notifica all'ESMA e alle altre autorità competenti la propria intenzione di istituire una prassi di mercato ammessa e fornisce i particolari della valutazione svolta conformemente ai criteri di cui al paragrafo 2. La notifica è trasmessa almeno tre mesi prima della prevista entrata in vigore della prassi di mercato ammessa. 4. Entro due mesi dalla ricezione della notifica, l'ESMA trasmette all'autorità competente che ha effettuato la notifica un parere nel quale valuta la compatibilità della prassi di mercato ammessa con il paragrafo 2 e con le norme tecniche di regolamentazione adottate a norma del paragrafo 7. L'ESMA esamina altresì se l'istituzione della prassi di mercato ammessa non rischi di minacciare la fiducia nel mercato finanziario dell'Unione. Il parere è pubblicato sul sito web dell'ESMA”.

finanziari illiquidi, anche al valore degli strumenti finanziari emessi, restando fermi, tuttavia, limiti in termini di importo massimo; cfr. par. 7 della Prassi n. 1), che, per i casi di titoli caratterizzati da scarsa liquidità ed elevata capitalizzazione (ovvero titoli con quantitativo del lotto minimo scambiabile e/o prezzo unitario elevato), potrebbero dare luogo a problemi applicativi, anche in ragione dell'assenza di previsioni di deroghe;

- l'inadeguatezza della *hard threshold* di 20.000 euro (controvalore giornaliero di scambi entro cui l'attività è comunque ammessa; cfr. par. 20 della Prassi n. 1), sempre nel caso di titoli caratterizzati da scarsa liquidità ed elevata capitalizzazione.

In considerazione dell'ancora limitata diffusione della prassi in Italia e dell'utilità di armonizzare il quadro disciplinare europeo seguendo le indicazioni dell'ESMA, la Consob ritiene preferibile non discostarsi da quanto previsto dai *Points for convergence*. Ad ogni modo, la Consob terrà conto delle osservazioni pervenute, anche con riguardo alle asserite difficoltà operative per gli emittenti titoli caratterizzati da scarsa liquidità ed elevata capitalizzazione, sia nella fase di prima applicazione della nuova prassi sia al fine di rivalutare tali condizioni in sede ESMA insieme alle altre autorità che hanno ammesso analoghe prassi di mercato.

Come illustrato nell'ESMA Report, le autorità di Spagna, Francia e Portogallo hanno rappresentato alcune difficoltà connesse ai limiti posti dai *Points for convergence* dell'ESMA, specie con riguardo agli strumenti finanziari illiquidi.

In tale contesto, come accennato nella Sezione I, è in fase conclusiva il negoziato sulla citata proposta di regolamento della Commissione europea del 24 maggio 2018 relativo alla promozione dei mercati di crescita per le PMI, che prevede l'introduzione di una prassi di mercato sui contratti di liquidità per tutti gli emittenti quotati in mercati di crescita per le PMI, nonché un intervento a Livello 2 da parte dell'ESMA.

A regime, gli emittenti quotati in un mercato di crescita per le PMI potranno scegliere se avvalersi di una prassi di mercato ammessa nello Stato membro o di quella che sarà specificamente prevista da MAR per tali emittenti.

Estensione a strumenti finanziari obbligazionari

Alcuni rispondenti (Assosim, ABI e Borsa Italiana) hanno evidenziato l'utilità di estendere la Prassi n. 1 agli strumenti finanziari obbligazionari, incluse le obbligazioni convertibili, anche in considerazione della possibilità apparentemente consentita dai *Points for convergence*.

Tale proposta non è stata accolta. Dopo uno specifico approfondimento con lo *Staff* dell'ESMA, si è ritenuto che le indicazioni contenute nei *Points for convergence* non possano essere prese come riferimento per l'estensione della prassi di mercato agli strumenti finanziari obbligazionari.

Rimane ferma la possibilità di esaminare con le associazioni di categoria interessate l'ammissione di una nuova prassi di mercato relativa a tali strumenti finanziari, benché a livello europeo si sia registrato l'abbandono delle due AMP attinenti a tali strumenti che erano state ammesse nel previgente regime in Francia e Austria.

Attività di *specialist*

Nei contributi di Assosim e ABI è stato chiesto di chiarire la relazione tra la Prassi n. 1 e l'attività di *specialist* contemplata nei contratti con la società di gestione del mercato e di specificare se l'attività di *specialist* sia da considerare legittima di per sé.

Al riguardo, il paragrafo 12 stabilisce che l'Intermediario incaricato può svolgere contemporaneamente le due attività senza bisogno di alcuna separazione informativa interna, purché mantenga registrazione separata delle due attività e, naturalmente, l'attività di sostegno della liquidità sia conforme alle indicazioni previste dalla Prassi n. 1.

L'attività di *specialist* svolta correttamente in conformità alle regole poste dalla società di gestione del mercato non dovrebbe, di per sé, alterare il processo di formazione dei prezzi e, quindi, manipolare il mercato. In Italia non sono state accertate violazioni della disciplina da parte di intermediari che svolgono attività di *specialist*.

Teoricamente, il rischio di incorrere in manipolazioni del mercato di tipo operativo è legato a situazioni in cui l'attività di *specialist* è svolta in modo particolarmente aggressivo, ad esempio allontanando in modo persistente il *bid-ask spread* dal *fair value*. Per l'attività di sostegno della liquidità il rischio di porre in essere una simile aggressiva operatività è estremamente basso in virtù delle stringenti condizioni poste dalla Prassi n. 1 (cfr. par. 17-23).

Bilanciamento delle posizioni sul mercato

Assosim ha esaminato se, nella prospettiva di far cessare la Prassi n. 2, possano essere allentati alcuni obblighi posti dalla Prassi n. 1, così da far convergere su quest'ultima parte dell'operatività posta in essere ai sensi della Prassi n. 2. In particolare, Assosim ha chiesto se possa essere soppresso l'obbligo posto dal paragrafo 16 della Prassi n. 1 di chiudere le posizioni aperte non appena se ne presenti l'opportunità.

Tuttavia, in proposito, come osserva opportunamente la stessa Assosim, sarebbe eventualmente necessario modificare, altresì, il paragrafo 8 della Prassi n. 1, che impone che le risorse allocate per lo svolgimento dell'attività di cui alla Prassi n. 1 debbano essere utilizzate esclusivamente allo scopo previsto da tale prassi.

Pertanto, considerato che tale ultima previsione è richiesta dai *Points for convergence*, non sembra sussistano gli spazi per prospettare una duplice finalità della Prassi n. 1.

Limiti quantitativi

Al fine di supportare gli intermediari nell'attività di sostegno alla liquidità, Assosim ha chiesto di identificare nella prassi le casistiche nelle quali sia possibile derogare ai limiti fissati nella stessa, cui si fa riferimento al paragrafo 1.3.2, quarto capoverso, del Documento di Consultazione.

In generale, si ritiene che non sia possibile derogare ai limiti fissati dalla prassi senza farne venire meno le tutele. Il menzionato paragrafo 1.3.2 esplicita tale concetto precisando, al riguardo, che un'operatività effettuata al di fuori dei limiti, non essendo coperta dalla prassi, sarà valutata caso per caso al pari di qualsiasi altra operatività, tenendo conto di più fattori, tra i quali le condizioni di mercato vigenti.

2.1.1 STRUTTURA DELLA PRASSI

Domanda 1: è stato chiesto ai partecipanti alla consultazione se sia opportuno prevedere condizioni specifiche per gli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi, cioè quelli inclusi nel paniere del principale indice azionario nazionale (FTSE MIB), o se invece sia preferibile mantenere la sola distinzione tra emittenti strumenti finanziari liquidi e illiquidi.

- *Osservazioni*

Larga parte dei rispondenti (ABI, Assonime, Assosim, Borsa Italiana, Latham & Watkins) ha condiviso l'opportunità di non introdurre condizioni specifiche per gli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi, anche in considerazione del raro utilizzo della prassi da parte di tali emittenti. Come indicato nell'ESMA Report, da quando si applica MAR solo un emittente strumenti finanziari altamente liquidi si è avvalso della Prassi n. 1.

- *Valutazioni*

È, quindi, confermata la proposta di distinguere soltanto tra emittenti strumenti finanziari liquidi e illiquidi.

Domanda 2: è stato chiesto ai partecipanti alla consultazione se sia appropriato un periodo di 30 giorni³ per il calcolo della media del controvalore degli scambi, utile per la definizione delle risorse da allocare per lo svolgimento della prassi in termini di liquidità e/o strumenti finanziari.

- *Osservazioni*

Taluni rispondenti (Assonime, Borsa Italiana e Latham & Watkins) hanno condiviso la proposta, anche in considerazione della complementarietà con la disciplina prevista da MAR in tema di stabilizzazione.

Nel contributo di Latham & Watkins è stata evidenziata l'opportunità di “prevedere, in via residuale ed eccezionale la possibilità di applicare termini diversi in condizioni di mercato che non consentano un'utile e valida applicazione del generale termine di trenta giorni”.

- *Valutazioni*

Considerati i commenti ricevuti è, quindi, confermata la proposta di definire un periodo di 30 giorni.

Riguardo alle richieste di flessibilità, si accoglie quella indicata nel contributo di Latham & Watkins. Pertanto, laddove il periodo di 30 giorni non sia applicabile, ad esempio perché lo strumento finanziario era sospeso dalle negoziazioni o era negoziato in un diverso segmento di mercato caratterizzato da minore liquidità⁴, l'emittente può fare ricorso ad un diverso periodo comunque antecedente l'inizio dell'attività.

³ Nell'articolato della prassi in appendice al documento di consultazione era stato erroneamente indicato nell'articolo 7 un periodo di 20 giorni invece che di 30.

⁴ Nell'ESMA Report (cfr. punti 44-45) è indicato che in questa circostanza l'autorità spagnola ha rilevato difficoltà applicative.

La maggiore flessibilità è coerente con i *Points for convergence* dell'ESMA, che al punto 35 si limitano a prevedere che “*The average daily trading volumes (turnover) [...] should be determined in relation to a defined period before the liquidity contracts is entered into*”.

Domanda 3: con riferimento alle modalità di remunerazione dell'Intermediario, è stato chiesto se sia condivisibile la proposta di specificare che la componente fissa della remunerazione debba essere prevalente sull'eventuale componente variabile e che questa comunque non debba superare il 15% di quella totale.

- *Osservazioni*

Borsa Italiana ha condiviso la proposta, evidenziando come la percentuale del 15% sia coerente con la finalità di non incentivare l'Intermediario ad influenzare i prezzi o gli scambi.

Latham & Watkins e Assonime non hanno indicato significative obiezioni alla proposta, suggerendo, tuttavia, di non indicare un limite percentuale, ma solamente un richiamo ai limiti e ai principi fissati nell'articolo 7(1)(c) del regolamento delegato (UE) 2016/908 o al principio che la componente fissa debba essere prevalente.

ABI ha, invece, segnalato come i costi associati all'attività abbiano carattere progressivo e, quindi, il limite del 15% possa non consentire una adeguata remunerazione della stessa.

- *Valutazioni*

Nel riconoscere la struttura progressiva dei costi, si è ritenuto, tuttavia, anche al fine di non creare incentivi ad un'operatività più intensa del necessario, di confermare la proposta indicata nel documento di consultazione, che, peraltro, risulta pienamente in linea con quanto previsto dai contratti attualmente in essere in Italia.

2.1.2 LIMITI OPERATIVI

Domanda 4: è stata chiesta una valutazione della proposta (cfr. paragrafi 17-*bis* e 18-*bis*) sulle condizioni relative all'operatività in sede di asta, che richiedono che gli ordini inseriti in fase di asta non influenzino il prezzo finale dell'asta, consentano agli altri partecipanti di avere tempo sufficiente per reagire agli stessi e indichino prezzi di acquisto (vendita) non superiori (inferiori) al prezzo teorico.

- *Osservazioni*

Latham & Watkins ha espresso un'opinione favorevole alla proposta.

Borsa Italiana ha richiesto di non definire limiti per l'operatività in asta salvo quello che gli ordini non influenzino il prezzo finale dell'asta.

Assosim ha proposto per gli strumenti finanziari negoziati solamente in asta (giornalmente o settimanalmente, a seconda delle regole del mercato) di non prevedere il limite relativo al prezzo teorico, eventualmente uniformando le condizioni a quelle previste per l'operatività in negoziazione continua.

- *Valutazioni*

Considerata la diversità dei contributi ricevuti, si ritiene di mantenere la proposta nel caso generale, coerente con le condizioni previste per la negoziazione continua.

Per quanto riguarda il caso posto da Assosim dell'operatività in strumenti finanziari negoziati solamente in asta, si ritiene preferibile non estendere la Prassi n. 1 a tali strumenti in considerazione del particolare processo di formazione dei prezzi. Pertanto, nel paragrafo 23 è stato chiarito che l'Intermediario non può operare nel caso in cui lo Strumento Finanziario sia negoziato esclusivamente in fase di asta in base alle regole del Mercato o di provvedimenti straordinari adottati dal gestore del Mercato.

Domanda 5: è stato chiesto se, diversamente da quanto proposto nel documento di consultazione, sia opportuno consentire operazioni fuori mercato e, eventualmente, in quali circostanze.

- *Osservazioni*

Borsa Italiana ha espresso pieno apprezzamento per la proposta della Consob, ritenendo che le operazioni fuori mercato non debbano essere mai consentite.

Assonime ha, invece, suggerito un approfondimento, vista la possibilità indicata dall'ESMA e consentita in Francia nella prassi adottata dalla AMF.

Latham & Watkins, pur concordando sul principio, ha sostenuto che operazioni di dimensione elevata (*block trades*) possano consentire all'Intermediario di mantenere una disponibilità sufficiente – a seconda dei casi – di denaro o azioni per operare con continuità secondo la prassi.

- *Valutazioni*

Le operazioni fuori mercato possono consentire il protrarsi nel tempo di posizioni lunghe sul titolo, dando luogo a forme di sostegno dei prezzi di mercato e, di conseguenza, a possibili casi di manipolazione del mercato. Ciò si potrebbe verificare, ad esempio, qualora l'Intermediario operi in via continuativa sul mercato sul lato degli acquisti per prolungati periodi di tempo e venda, mediante una o più operazioni fuori mercato, gli strumenti finanziari acquistati. In ragione di ciò, si ritiene di non procedere all'estensione della Prassi n. 1 alle operazioni fuori mercato.

Pertanto, il paragrafo 9 della Prassi n. 1 consente la gestione del caso in cui l'attività sia interrotta per il sopraggiunto termine previsto dal Contratto.

2.1.3 TRASPARENZA

Domanda 6: è stato chiesto se si condivide la proposta di rendere pubbliche trimestralmente le informazioni di dettaglio sull'operatività effettuata.

- *Osservazioni*

ABI e Borsa Italiana hanno condiviso la proposta, mentre Assonime e Latham & Watkins hanno suggerito una cadenza semestrale, in modo da ridurre gli adempimenti a carico degli operatori.

- *Valutazioni*

Viste le considerazioni dei rispondenti, si ritiene di mantenere la cadenza trimestrale dell'informativa al pubblico e alla Consob in quanto le esigenze di trasparenza collegate all'importante operatività sul mercato sembrano prevalere sui costi per gli operatori, e in particolare per l'Intermediario.

Domanda 7: è stato chiesto se si condivide il grado di dettaglio delle informative periodiche.

- *Osservazioni*

ABI ha evidenziato la sproporzione tra la granularità dei dati richiesti e le esigenze di trasparenza per il pubblico e la difficoltà per l'Intermediario di reperire alcune informazioni di sintesi quale il *bid-ask* medio.

Assosim e Latham & Watkins hanno ritenuto eccessivo il dettaglio delle informazioni richieste, anche rispetto a quanto stabilito dall'articolo 3, paragrafo 1, lettera b)i), del citato regolamento delegato (UE) 2016/908.

Di contro, Assonime ha considerato la proposta coerente con la granularità delle informazioni previste dall'articolo 3, paragrafo 1, lettera b)i), del regolamento delegato (UE) 2016/908 e Borsa Italiana ha ritenuto completa e sufficiente l'informativa proposta.

- *Valutazioni*

Premesso che il flusso informativo richiesto non si aggiunge a quello indicato dal regolamento delegato (UE) 2016/908, ma ne costituisce parte integrante, in assenza di specifiche indicazioni da parte dell'ESMA, che ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 10, MAR deve pure sorvegliare l'applicazione della prassi, si ritiene di ridurre la granularità delle informazioni richieste.

In particolare, le informazioni relative al numero di controparti in acquisto e in vendita, alla dimensione media delle proposte di negoziazione in acquisto e in vendita e alla dimensione complessiva della liquidità detenuta a fine giornata vengono eliminate, mentre il dato sul *bid-ask spread* medio, richiesto esplicitamente dall'articolo 3, paragrafo 2, lettera b)i), del regolamento delegato (UE) 2016/908, viene lasciato alla metodologia di calcolo adottata dall'Intermediario in coerenza con le proprie modalità operative.

Rimane confermata l'utilità di mettere a disposizione nel sito Consob un modello con le informazioni che devono essere fornite dall'Intermediario.

2.2. PRASSI N. 2 – ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE PER LA COSTITUZIONE DI UN MAGAZZINO TITOLI

Sono stati sottoposti ai partecipanti alla consultazione tre quesiti relativi alla cessazione della Prassi n. 2, due dei quali relativi agli effetti della eventuale cessazione della prassi e uno relativo all'opportunità di posticiparne gli effetti.

Domande 8 e 9: è stata chiesta un'indicazione di effetti, conseguenze e difficoltà operative che potrebbero derivare dalla eventuale cessazione della prassi.

- Osservazioni

In generale, i rispondenti (ABI, Assonime, Assosim, Latham & Watkins e Legance) hanno sottolineato un forte interesse al mantenimento della Prassi n. 2 e hanno manifestato dubbi di carattere giuridico ed economico sulla correttezza delle analisi emerse in sede ESMA con riguardo alla necessità di eliminare la Prassi n. 2.

A tal riguardo, Assosim ha evidenziato come la Prassi n. 2 costituisca uno strumento flessibile “*che all’occorrenza, pone peraltro gli emittenti interessati nelle condizioni di sfruttare al meglio e con tempestività opportunità di crescita*”.

ABI e Assonime hanno messo in evidenza come la Prassi n. 2 costituisca un punto di riferimento importante per quegli emittenti, specie PMI, che non hanno ancora la necessaria cultura finanziaria per effettuare importanti operazioni di acquisto sul mercato senza incorrere nel rischio di incidere sul processo di formazione dei prezzi e commettere, anche involontariamente, abusi. In tale contesto ABI ha segnalato l’importanza che l’emittente si affidi per tali operazioni ad intermediari specializzati.

Tra le conseguenze negative connesse alla cessazione della Prassi n. 2, Legance ha evidenziato il probabile effetto disincentivante per gli emittenti che intendono quotarsi, soprattutto quelli di minori dimensioni, che hanno meno familiarità con l’operatività sul mercato.

A tale riguardo Legance ha suggerito, nell’eventualità che la Prassi n. 2 sia abolita, di valorizzare l’approccio adottato in Francia, dove la relativa NCA, pur decidendo di far cessare l’analogo AMP, ha adottato linee guida che forniscono indicazioni sull’operatività sul mercato secondo modalità che riducono il rischio di incorrere in abusi.

- Valutazioni

Molte delle argomentazioni indicate nei contributi ricevuti appaiono condivisibili e, come tali, sono state già rappresentate dalla Consob in sede ESMA sia con riguardo alla natura giuridica della Prassi n. 2 sia con riguardo al suo impatto, non necessariamente negativo, sulla liquidità delle azioni.

Di particolare pregio risultano le considerazioni connesse alla funzione educativa che la Prassi n. 2 svolge per le PMI, specie quotate in mercati di crescita.

Ciò nondimeno, il tenore negativo delle osservazioni espresse in sede ESMA rappresenta un dato di fatto che non può essere ribaltato dalla riproposizione di tali argomenti (si veda, al riguardo, quanto pubblicato nel recente ESMA Report).

Al fine di alleviare le preoccupazioni espresse dall’industria, come suggerito nel contributo di Legance, la Consob fornirà linee guida che definiscono modalità di operare sul mercato che riducono il rischio di incorrere in abusi.

L’acquisto di azioni proprie per la finalità di costituire un magazzino titoli utile per eventuali operazioni di M&A è solo una delle molte finalità che “motivano legittimamente” l’operatività in azioni proprie da parte dell’emittente.

Tra le molte altre finalità si enumerano le seguenti:

- a) la riduzione del capitale sociale (l'acquisto precede l'annullamento delle azioni),
- b) la conversione di strumenti di debito,
- c) l'esecuzione di piani di incentivazione del *management*,
- d) la stabilizzazione dei prezzi durante i periodi di offerta,
- e) l'utilità di fornire liquidità al mercato,
- f) l'opportunità di effettuare un buon investimento, anche in considerazione del rischio o dell'eventuale assenza di investimenti alternativi,
- g) la possibilità di impiegare risorse liquide in eccesso,
- h) la trasmissione di un segnale positivo al mercato,
- i) l'ottimizzazione della struttura del capitale (rapporto tra azioni/debiti),
- j) la possibilità di remunerare gli azionisti in modalità alternative alla distribuzione del dividendo,
- k) l'implementazione di operazioni di ristrutturazione societaria,
- l) facilitare il disinvestimento o il recesso da parte di specifici azionisti,
- m) qualora le azioni rientrino in un paniere sottostante a un indice, l'opportunità di effettuare operazioni di speculazione, arbitraggio o copertura,
- n) qualora l'emittente sia un intermediario, la necessità di dare esecuzione ad un ordine per conto del cliente.

In tale quadro, le motivazioni di cui alle lettere a), b), c) e d) sono tutelate nell'Unione europea dall'articolo 5 MAR, che offre una piena esenzione dai divieti di abuso se una serie di stringenti condizioni viene rispettata. Come illustrato, anche la motivazione di cui alla lettera e) trova in Italia una forma di tutela nella Prassi n. 1.

Tutte le altre motivazioni sono considerate, di per sé, legittime rispetto all'esigenza di assicurare l'integrità dei mercati.

Parimenti all'operatività posta in essere da altri investitori istituzionali, pure chiamati per definizione ad operare sui mercati per quantitativi elevati, elementi di criticità si presentano solo laddove gli ordini di acquisto vengano inseriti nel mercato con modalità particolari.

Ad esempio, con una non necessaria aggressività che incida significativamente sul processo di formazione dei prezzi o con una pressione continua che soffochi la libera interazione di domanda e offerta o con una precisa tempistica che risulti funzionale all'esecuzione di altre finalità non legittime.

Pertanto, il mancato riconoscimento da parte della Consob dello *status* di AMP alla finalità di costituire un magazzino titoli utile per eventuali operazioni di M&A non deve essere fonte di preoccupazione per gli emittenti. Del resto, nessun altro emittente nella Unione europea oggi gode di tale protezione quando effettua operazioni con tale finalità.

Domanda 10: è stato chiesto se si riteneva opportuno posticipare di un trimestre gli effetti dell'eventuale provvedimento di cessazione.

Assonime, Latham & Watkins e Legance hanno confermato di ritenere opportuno il posticipo degli effetti dell'eventuale provvedimento di cessazione.

In particolare, Assonime ha richiesto di posticipare gli effetti per un periodo tale da consentire alle “società di redigere le delibere assembleari in modo conforme alle nuove prassi in vista della stagione assembleare” e, come altresì indicato da Latham & Watkins e Legance, di portare a termine le operazioni avviate sulla base delle autorizzazioni assembleari precedenti la data del provvedimento di cessazione.

Legance ha inoltre evidenziato che “la posticipazione degli effetti del provvedimento di cessazione permetterebbe alle società emittenti di esaminare e comprendere compiutamente ogni aspetto del nuovo quadro normativo derivante dalla cessazione della Prassi n. 2” e “consentirebbe alle autorità competenti di formulare, in tale lasso temporale, raccomandazioni e/o istruzioni relative all’applicazione della normativa MAR in tema di acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. magazzino titoli”.

- Valutazioni

In considerazione delle critiche ricevute dall’ESMA sul persistere del regime transitorio accordato alla Prassi n. 2 ad oltre 2 anni dall’applicazione di MAR (cfr. Sezione 5.4 dell’ESMA Report) e dell’ormai prossima stagione assembleare, si ritiene che la Prassi n. 2 debba cessare entro il 30 giugno 2019 anche per quegli emittenti le cui assemblee abbiano già autorizzato acquisti di azioni proprie ai sensi della Prassi n. 2 per un periodo che oltrepassi tale data.

Rimane fermo che, anche in assenza della Prassi n. 2, gli emittenti potranno continuare ad effettuare acquisti di azioni proprie per le finalità attualmente indicate da tale prassi, come per altre finalità, sempre sottostando agli obblighi previsti dalla normativa nazionale e, tra l’altro, agli obblighi di pubblicazione mensile nelle modalità indicate nell’Allegato 3F al Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti).

2.3. PRASSI N. 3 – RIACQUISTO DI PRESTITI OBBLIGAZIONARI A CONDIZIONI PREDETERMINATE

Sono stati sottoposti ai partecipanti alla consultazione quattro quesiti relativi alla cessazione della Prassi n. 3, due dei quali relativi agli effetti e alle conseguenze della eventuale cessazione, uno relativo alle ragioni della diminuzione dell’utilizzo e uno relativo all’opportunità di posticiparne gli effetti.

Domande 11 e 12: è stata chiesta un’indicazione di effetti, conseguenze e difficoltà operative che potrebbero derivare dalla eventuale cessazione della prassi e delle ragioni che hanno portato a una riduzione di emissioni di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

Domanda 13: è stato chiesto se l’eventuale cessazione della Prassi n. 3 comporti il divieto di quotare prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

Domanda 14: è stato chiesto se si riteneva opportuno mantenere, comunque, in vigore la Prassi n. 3 per i prestiti obbligazionari non ancora giunti a scadenza.

- Osservazioni

Assosim ha messo in collegamento il ridotto numero di emissioni con la più generale riduzione di emissioni *corporate* registrata negli ultimi anni e, piuttosto che abolire la Prassi n. 3, ha suggerito di rendere più severe le condizioni di trasparenza che la caratterizzano.

ABI ha sollevato un tema di carattere generale in merito alla liceità di condotte che, pur non essendo coperte dalla Prassi n. 3, ne replicano le caratteristiche. In particolare, ABI ha chiesto di chiarire “*se anche l’assunzione del ruolo di “BID Specialist”, figura prevista da Borsa Italiana sui mercati MOT e ExtraMOT che svolge un’attività affine a quanto definito dalla prassi numero 3, possa costituire il rischio di incorrere in condotte abusive ai sensi del MAR*”.

Latham & Watkins, nel condividere le criticità indicate nel documento di consultazione, ha evidenziato come queste siano probabilmente la causa dello scarso successo della AMP e ha, comunque, sostenuto l’opportunità, al pari di Assosim, di mantenere la AMP in vigore per le emissioni non ancora giunte a scadenza.

- Valutazioni

La prospettiva del mantenimento della Prassi n. 3 sconta le medesime criticità evidenziate dall’ESMA con riguardo alla Prassi n. 2.

Nella prospettiva della cessazione della Prassi n. 3 una questione importante è quella indicata nella domanda 13, ovvero se tale decisione comporti il divieto di emettere e quotare prestiti obbligazionari che consentano il riacquisto a condizioni predeterminate.

Sebbene dai rispondenti non siano pervenute esplicite indicazioni in materia, si ritiene corretto rispondere in senso negativo.

Infatti, come accennato nel documento di consultazione, la trasparenza, soprattutto di tipo *ex ante*, gioca un ruolo cruciale rispetto al rischio che i riacquisti a condizioni predeterminate, ovvero a c.d. “*spread di emissione*”, posti in essere dall’Intermediario incaricato risultino manipolativi.

L’attività di riacquisto a condizioni predeterminate trova, inoltre, un’importante similitudine nei programmi di riacquisto di azioni proprie “predeterminati” – definiti nell’articolo 1, lettera a), del regolamento delegato (UE) 2016/1052 che integra MAR⁵ – considerati leciti da MAR quand’anche gli acquisti possano avere un effetto significativo nel processo di formazione dei prezzi.

Nel caso dei riacquisti a condizioni predeterminate il pubblico è, infatti, parimenti a conoscenza della condizione che fa scattare tali acquisti e quindi dei giorni in cui sono effettuati (grazie anche ad una tempestiva trasparenza *ex post*) e ha indicazioni sulla quantità disponibile in acquisto.

In definitiva, si ritiene che l’eventuale cessazione della Prassi n. 3 non implichi un divieto di emettere e quotare prestiti obbligazionari che consentano il riacquisto a condizioni predeterminate.

Per quanto sopra esposto, anche in analogia alle valutazioni indicate con riferimento alla Prassi n. 2, si ritiene preferibile far cessare la Prassi n. 3 entro il 30 giugno 2019 anche con riguardo a quelle poche (4) emissioni che non sono ancora giunte a scadenza.

⁵ Di seguito la definizione prevista nell’articolo 1, lettera a), del regolamento delegato (UE) 2016/1055 MAR: “*«programma di riacquisto di azioni proprie predeterminato»: programma di riacquisto di azioni proprie in cui le date delle operazioni e i volumi di azioni da negoziare nel periodo di durata del programma sono già stabiliti al momento della comunicazione al pubblico del programma di riacquisto di azioni proprie*”.

Per facilitare l'operatività su tali strumenti finanziari la Comunicazione DEM/DME/9053316 dell'8 giugno 2009 verrà opportunamente integrata con ulteriori indicazioni sulla trasparenza e sulle modalità operative.

SEZIONE III. TESTO FINALE DELLA PRASSI N. 1

In appendice alla presente relazione è riportato il testo della nuova Prassi di mercato inerente all'attività di sostegno della liquidità del mercato (Prassi n. 1), come modificata ad esito della consultazione, che sarà sottoposta all'ESMA per il rilascio del relativo parere.

SEZIONE IV. GLI INDICATORI DA UTILIZZARE AI FINI DELLA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO

Con riguardo all'operatività della nuova Prassi n. 1, specie per gli emittenti titoli caratterizzati da scarsa liquidità ed elevata capitalizzazione, sarà oggetto di monitoraggio da parte della Consob l'applicazione della prassi stessa, anche al fine di promuoverne un'eventuale revisione in sede ESMA dei *Points for convergence*, unitamente alle altre autorità che hanno ammesso analoghe prassi di mercato.