

**Risposta ABI alla consultazione
della CONSOB sull'adeguamento
delle prassi di
mercato ammesse**

29 ottobre 2018

Premessa

L'ABI è grata alla CONSOB per l'opportunità di esprimere la propria posizione sulle modifiche presentate in consultazione relative all'adeguamento alla nuova disciplina recata dal *Market Abuse Regulation* (MAR) delle prassi di mercato ammesse dalla CONSOB nel precedente regime sugli abusi di mercato.

Di seguito sono riportate le risposte ai quesiti di cui si compone il documento di consultazione che rappresentano la posizione delle banche italiane su tema delle prassi di mercato ammesse.

Osservazioni al documento di consultazione

Prassi Di Mercato n.1 - Attività di sostegno della liquidità del mercato

Domanda 1: è opportuno introdurre la categoria degli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi?

Con riferimento alla proposta di introduzione della categoria degli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi, si ritiene che tale categoria non abbia particolare utilità ai fini della corretta funzionalità della prassi.

Indipendentemente dalla categorizzazione degli emittenti rispetto alla liquidità degli strumenti emessi, si reputa piuttosto opportuno allargare il campo di applicazione della prassi per includere, oltre ad azioni e quote di fondi chiusi, anche le obbligazioni e le obbligazioni convertibili quotate su mercati regolamentati e non regolamentati (come ad esempio ExtraMOT ed ExtraMOT Pro).

Domanda 2: è opportuno prevedere un periodo diverso da 30 giorni per il calcolo della media del controvalore degli scambi? Se sì, quale?

Le nuove modalità proposte per il calcolo dei limiti massimi di cui al punto 7 della Prassi, connessi non più alla posizione massima detenibile dall'intermediario (in acquisto o in vendita) ma alla determinazione delle risorse allocate per lo svolgimento delle attività, destano particolare perplessità, soprattutto per la loro applicazione in mercati caratterizzati da scarsa liquidità.

Nello specifico, ancorare i limiti massimi delle risorse allocabili alla media del controvalore degli scambi nel mercato di riferimento in luogo del valore degli strumenti emessi, creerebbe particolari problemi laddove l'esiguità degli scambi non consentisse all'intermediario incaricato di dotarsi di adeguate risorse per svolgere proficuamente l'attività di sostegno della liquidità.

Ciò avrebbe l'effetto di vanificare l'efficacia di tale attività proprio in quei mercati che invece ne beneficerebbero maggiormente in termini di liquidità. Anche prevedere una percentuale elevata del controvalore medio degli scambi (come quella del 500% proposta nel documento di consultazione) non è sufficiente a risolvere il problema, considerando l'esiguità della base di calcolo rappresentata dalla media degli scambi.

Anche la previsione alternativa, prevista per gli strumenti finanziari illiquidi, che la provvista di risorse a disposizione dell'intermediario sia calcolata all'1% del valore degli strumenti finanziari emessi, potrebbe non essere adeguata. Ciò in quanto il limite massimo fissato a € 1 milione potrebbe non essere sufficiente a svolgere efficacemente l'attività nell'ambito di contratti di liquidità di lunga durata e su titoli ad alta capitalizzazione.

Sarebbe pertanto opportuno mantenere l'attuale sistema di calcolo dei limiti o in subordine prevedere un meccanismo di deroga (come attualmente previsto dalla prassi) in particolari ed eccessive situazioni di illiquidità del mercato.

Andrebbe inoltre chiarito in maniera esplicita che l'attività di sostegno della liquidità disciplinata dalla prassi è diversa dall'attività di *specialist* così come definita dalle società che gestiscono i mercati regolamentati.

Domanda 3: è opportuno definire in modo diverso le modalità di remunerazione dell'intermediario?

Sebbene sia chiaro che l'art. 7, punto c), del regolamento delegato (UE) 2016/908 pone alla valutazione dell'autorità competente l'eventuale entità della componente variabile della remunerazione, tale articolo si limita tuttavia a stabilire un principio generale circa la definizione della remunerazione dei servizi offerti dagli intermediari.

Si chiede pertanto di comprendere le ragioni sulla base delle quali è stata prevista una modifica delle modalità di remunerazione dell'intermediario e, in particolare, l'introduzione di un limite massimo del 15%.

Si ritiene che tale soglia sia troppo bassa per tenere conto del diverso impatto sull'operatività di un intermediario di una attività di sostegno svolta per un grande emittente, che potrebbe esplicarsi in un gran numero di operazioni e per importi rilevanti, rispetto a quella posta in essere per un piccolo emittente. Bisogna infatti tenere presente che i costi generati da una tale attività sono per la maggior parte di tipo progressivo, che dipendono cioè dall'entità dell'attività posta in essere, e che pertanto limitare la componente variabile potrebbe non consentire una adeguata remunerazione del servizio.

Domanda 4: è opportuno prevedere condizioni e limiti diversi per l'operatività in asta?

Il sistema dei limiti giornalieri sui quantitativi scambiati pone la stessa perplessità espressa in risposta alla domanda 2 nel caso di strumenti illiquidi. Infatti, nel caso di strumenti finanziari illiquidi, il calcolo della media giornaliera dei titoli scambiati, sebbene su un periodo ampio di 20 giorni, potrebbe dar luogo a valori della soglia troppo esigui per consentire agli intermediari di svolgere efficacemente l'attività di sostegno. Tale effetto è inevitabilmente accentuato dal fatto che il limite del 25% è complessivo per posizioni in acquisto e in vendita.

Andrebbe inoltre chiarito come il sistema delle soglie dovrebbe essere applicato in quei mercati in cui le negoziazioni non si svolgono su base continua, come ad esempio in un unico giorno della settimana. Ci si chiede in particolare se la soglia di € 20.000 (c.d. *hard threshold*), in tale ultimo caso, sarebbe da considerarsi come soglia dell'unico giorno di negoziazione oppure utilizzabile giornalmente nell'arco della settimana anche nei giorni in cui non c'è negoziazione.

Domanda 6: è adeguata la cadenza trimestrale delle informazioni che l'emittente deve pubblicare?

Domanda 7: sono sufficienti le informazioni che l'emittente deve fornire trimestralmente al pubblico al fine di consentire una valutazione della modalità di applicazione della Prassi n. 1?

La scelta della cadenza trimestrale per la pubblicazione delle informazioni sembra essere adeguata.

Resta invece particolare criticità la modifica proposta al punto 27 con particolare riguardo alle ulteriori informazioni che l'intermediario è tenuto a rendere disponibile all'emittente oltre a quelle già previste circa il numero e il controvalore degli strumenti finanziari acquistati e venduti nel trimestre di riferimento.

Tali informazioni sembrano essere sproporzionate rispetto alle finalità di trasparenza che la prassi si propone, oltre che di difficile reperimento, tanto sul piano quantitativo quanto su quello qualitativo. Informazioni come, ad esempio, il *bid-ask spread* medio calcolato al momento dell'inserimento o della modifica delle proposte richiedono una onerosa attività di monitoraggio da parte dell'intermediario a fronte di limitati benefici in termini di diffusione delle informazioni utili al pubblico.

Se da un lato si condivide la necessità che l'informazione sulle attività disciplinate dalla prassi sia la più completa possibile, dall'altro si auspica che essa sia ragionevole e proporzionata rispetto alla stessa attività svolta.

Prassi Di Mercato n.2 - Acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli

Domanda 8: quali sono gli effetti, le conseguenze e le difficoltà operative che potrebbero derivare dalla eventuale cessazione della Prassi n. 2?

Si esprime particolare criticità per la possibile cessazione della prassi numero 2. Il fatto che risulti essere la più utilizzata dagli operatori è sintomo della utilità riscontrata dagli emittenti circa la possibilità di farsi assistere da soggetti specializzati, come gli intermediari, nella costituzione del magazzino titoli per le finalità consentite dalla prassi.

L'assistenza fornita dagli intermediari nell'alveo della prassi numero 2 è importante soprattutto per emittenti di medie e piccole dimensioni che normalmente non dispongono della necessaria cultura finanziaria e di strutture specialistiche per operare sui mercati, senza il rischio di incorrere in operazioni abusive ai sensi del MAR. Infatti, se da un lato è pacifico che gli acquisti di azioni proprie effettuati al fine di costituire un magazzino titoli non costituiscano, di per sé, una violazione della normativa in materia di manipolazione del mercato, dall'altro è altrettanto pacifico che tali operazioni devono essere condotte nell'ambito degli specifici obblighi previsti dalla disciplina per non incorrere in condotte abusive o comunque sanzionabili.

Pertanto, si ritiene che la rimozione della prassi numero 2 sia addirittura contraria allo spirito della disciplina recata dal MAR di incentivare comportamenti degli operatori che garantiscano l'integrità e l'efficienza dei mercati finanziari. L'assistenza fornita dagli intermediari, infatti, ha lo scopo principale di tutelare l'emittente dal rischio di incorrere in pratiche abusive e di evitare che la costituzione di un magazzino titoli non abbia effetti distorsivi per il mercato e non venga condotta in modo da alterare il normale processo di formazione dei prezzi.

Inoltre, non si condivide la motivazione addotta dall'ESMA circa il mancato riconoscimento da parte del legislatore europeo di una specifica tutela dell'interesse alla costituzione di un magazzino titoli nell'ambito del *safe harbour* previsto dall'art. 5 del MAR per giustificare la necessità di rimozione della prassi. Si ritiene infatti che l'istituto delle prassi di mercato ammesse sia proprio quello di riconoscere l'ammissibilità di attività utili al mercato che il legislatore non ha considerato (o all'epoca dell'emanazione del MAR non poteva considerare) ma che sono coerenti con il quadro regolamentare delineato dalla disciplina MAR.

Si chiede pertanto alla CONSOB di rivedere la propria posizione e di intervenire presso l'ESMA ai fini del mantenimento della prassi numero 2.

Prassi Di Mercato n.3 - Riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate

L'attività definita dalla prassi numero 3 risulta ad oggi molto poco utilizzata. Dal momento che l'ESMA ha riconosciuto che tale attività "*comporta pressoché inevitabilmente una manipolazione del mercato*" si chiede 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.