

Spett. le Consob  
Divisione strategie regolamentari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 Roma

Inviata tramite SIPE  
Sistema integrato per l'Esterno

**Oggetto: risposta consultazione Regolamento sugli abusi di mercato - adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla Consob**

Vogliamo in primo luogo esprimere il nostro apprezzamento per l'avvio della consultazione per l'adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla Consob.

Le prassi oggi vigenti, riconosciute ai sensi della vecchia direttiva MAD (direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato), hanno consentito alle società di avvalersi dell'esimente dai divieti di abuso di mercato in presenza di motivi legittimi, operando in un contesto regolamentato e di piena trasparenza. Analoghe prassi erano state riconosciute in altri Stati membri.

Nel documento di consultazione la Consob comunica l'intenzione di:

- i) modificare la prassi di *liquidity providing* al fine di renderla coerente con i cd. "*points of convergence*" pubblicati dall'ESMA nell'aprile 2017 per fornire dei criteri alle Autorità competenti che intendono approvare, nei propri Stati membri, l'attività di *liquidity providing* come prassi di mercato ammessa ai sensi della disciplina contenuta nel Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento UE n. 596/2014, di seguito "MAR");
- ii) eliminare la prassi del magazzino titoli in quanto, in parte assorbita dal MAR, e in parte non ritenuta meritevole di tutela;
- iii) eliminare la prassi di riacquisto di obbligazioni a condizioni predeterminate in quanto la prassi presenta elementi di criticità tali da far ritenere che si possa configurare una manipolazione del mercato.

Come meglio illustrato nel documento allegato, Assonime suggerisce di mantenere la prassi definita "di magazzino titoli" per quanto riguarda la costituzione di un pacchetto di azioni proprie in vista di future operazioni straordinarie. Il mantenimento della prassi in oggetto potrebbe rivelarsi particolarmente utile per le PMI sui cd. mercati di crescita, nell'ottica di operazioni di finanza straordinaria funzionali allo sviluppo delle società.

La consultazione contiene alcune domande tecniche le cui risposte sono allegate alla presente.

Con i migliori saluti.

Roma, 26 ottobre 2018

## ALLEGATO

### **Prassi n. 1 *Liquidity providing***

*Domanda 1 (Prassi di mercato 1): è opportuno introdurre la categoria degli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi?*

La Consob propone di prevedere una distinzione tra strumenti finanziari liquidi ed illiquidi, secondo la disciplina Mifid, cui sono correlati diversi limiti operativi; la distinzione, che trova il suo fondamento nei *points of convergence* dell'ESMA è più che condivisibile.

Concordiamo con la proposta della Consob di non prevedere la categoria degli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi alla luce del fatto che, come rappresentato nel documento di consultazione, risulta che solo eccezionalmente gli emittenti appartenenti a tale categoria si siano avvalsi della Prassi n. 1.

*Domanda 2 (Prassi di mercato 1): è opportuno prevedere un periodo diverso da 30 giorni per il calcolo della media del controvalore degli scambi se sì quale?*

In assenza di indicazioni da parte dell'ESMA ci sembra che il periodo indicato possa essere condivisibile.

*Domanda 3 (prassi di mercato 1): è opportuno definire in modo diverso le modalità di remunerazione dell'intermediario?*

La Consob propone che la componente fissa della remunerazione sia prevalente sull'eventuale componente variabile, stabilendo che quest'ultima non superi il 15% di quella totale, similmente alla prassi francese; non abbiamo forti obiezioni in merito alla scelta di prevedere un *cap* ma rileviamo tuttavia che il Regolamento delegato UE 2016/908 (di seguito "Regolamento delegato") si limita a prevedere che le Autorità competenti, nell'approvazione della prassi, tengano conto della natura e del livello della remunerazione senza però fissare un limite massimo<sup>1</sup>. Potrebbe quindi essere sufficiente prevedere dei criteri come quelli proposti nel documento di consultazione (componente fissa prevalente rispetto a quella variabile).

*Domanda 6 (prassi di mercato 1): è adeguata la cadenza trimestrale delle informazioni che l'emittente deve pubblicare?*

Come rammenta la Consob nel documento di consultazione, l'ESMA non ha fornito indicazioni sulla cadenza delle informazioni e, mentre Spagna e Portogallo hanno previsto una cadenza trimestrale, la Francia ha stabilito una cadenza semestrale; rileviamo che da un lato, il Regolamento delegato si limita a prevedere che l'informativa sia fornita "a intervalli regolari"<sup>2</sup>, e dall'altro lato riteniamo che l'occasione potrebbe essere colta per mutuare una cadenza più flessibile; quella semestrale potrebbe alleviare gli adempimenti a carico degli emittenti.

*Domanda 5 (Prassi di mercato 1): è opportuno consentire in condizioni eccezionali operazioni fuori mercato? Quali dovrebbero essere tali condizioni?*

La Consob propone di mantenere il divieto di effettuare operazioni fuori mercato benché l'ESMA, nei *points of convergence*, lo consenta e ci risulta che anche la prassi francese lo preveda in determinate circostanze<sup>3</sup>; riteniamo sarebbe opportuna una riflessione su tale profilo, magari rafforzando ulteriormente i presidi di trasparenza, in quanto la disciplina Consob risulterebbe più stringente di quella europea.

---

<sup>1</sup> Art. 7, par. 1, lett. c).

<sup>2</sup> Cfr. art. 3, par. 1, lett. b) del regolamento delegato.

<sup>3</sup> Cfr. ESMA, *Opinion of the European Securities and Markets Authority of 11 April 2018*, p. 22.

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

Ci sembra che le informazioni che l'emittente deve fornire, e contenute al par. 27 della prassi di mercato ammessa n.1, rispettino le prescrizioni del Regolamento delegato che richiede informazioni dettagliate sull'attività di negoziazione relative all'esecuzione della prassi di mercato ammessa, quali il numero di operazioni eseguite, il volume negoziato, le dimensioni medie delle transazioni e i differenziali medi di rendimento indicati, i prezzi delle operazioni eseguite. Pertanto riterremmo sufficiente il quadro informativo vigente.

## **Prassi n. 2 magazzino titoli**

*Domanda 8 (prassi di mercato 2): quali sono gli effetti, le conseguenze e le difficoltà operative che potrebbero derivare dall'eventuale cessazione della prassi n. 2?*

*Domanda 9 (Prassi di mercato 2): quali altre conseguenze potranno derivare dalla eventuale cessazione della Prassi di n. 2?*

*Domanda 10 (Prassi di mercato 2): ove la Prassi n. 2 venisse eliminata, è opportuno posticipare di un trimestre gli effetti del provvedimento di cessazione?*

La Consob intende eliminare la prassi 2 in quanto, da un lato, la finalità di distribuzione a titolo oneroso o gratuito di opzioni su azioni o azioni ad amministratori e dipendenti degli emittenti o di società controllate è già coperta dal *safe harbour* della MAR (art. 5, par. 2), e dall'altro lato la seconda finalità volta alla costituzione di un magazzino titoli utile per future operazioni di finanza straordinaria non sarebbe stata ritenuta meritevole di tutela da parte del legislatore europeo e avrebbe un impatto sull'efficienza del mercato.

Concordiamo sull'eliminazione della prima finalità in quanto ora coperta dalla MAR.

Quanto all'eliminazione della seconda finalità, ci sembra che nel documento di consultazione non siano state adottate sufficienti motivazioni per la relativa eliminazione.

Riteniamo sarebbe opportuna una riflessione anche alla luce del fatto che, come rammenta la Consob nel documento di consultazione, numerosi emittenti vi hanno fatto ricorso e comunque molte delibere assembleari vi fanno riferimento; alcune società da noi consultate hanno comunque manifestato un interesse prospettico al mantenimento della prassi che garantirebbe loro flessibilità in caso di operazioni straordinarie.

Il mantenimento della prassi in oggetto potrebbe inoltre rivelarsi particolarmente utile per le PMI sui cd. mercati di crescita, nell'ottica di operazioni di finanza straordinaria funzionali allo sviluppo delle società.

Quanto al mancato riconoscimento della finalità nell'alveo del *safe harbour* comunitario ex art. 5 MAR, rammentato dalla Consob nel documento di consultazione, non significa necessariamente che la prassi non sia apparsa meritevole di tutela, considerando che la MAR si è posta in linea di continuità con la vecchia direttiva MAD riconoscendo, quali *safe harbour*, solo le finalità già previste dalla previgente direttiva (e quindi senza innovazioni da questo punto di vista).

Inoltre vi è da considerare che la prassi oggi vigente mutua buona parte delle disposizioni previste dall'allora Regolamento CE n. 2273/2003 (ora Regolamento UE n. 2016/1052) in tema di condizioni operative e trasparenza. Tali condizioni, che appaiono garantire la salvaguardia degli investitori e l'integrità dei mercati, potrebbero essere eventualmente ulteriormente rafforzate.

L'eventuale utilizzo della prassi in violazione della disciplina sugli abusi di mercato potrebbe in ogni caso essere perseguita dalla Consob senza che si intacchi la possibilità per gli emittenti di impiegarla per motivi leciti.

Qualora in ogni caso la prassi venisse eliminata sarebbe senz'altro opportuno posticipare gli effetti del provvedimento per un congruo periodo di tempo, consentendo alle società di redigere le delibere assembleari in modo conforme alle nuove prassi in vista della stagione assembleare e comunque di concludere quantomeno le operazioni avviate sulla base delle ultime autorizzazioni assembleari precedenti la data del provvedimento di cessazione.