

Milano, 31 ottobre 2018

**CONSOB**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
Via G.B. Martini 3  
00198 Roma

Prot. 51/18  
FF/SG

*Inviata tramite SIPE*

**OGGETTO: Risposta dell'Associazione Intermediari Mercati Finanziari - ASSOSIM al documento di consultazione "Regolamento abusi di mercato – adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla Consob" ("Documento di Consultazione")**

Nel ringraziare per l'opportunità di partecipare alla consultazione, l'Associazione Intermediari Mercati Finanziari - ASSOSIM, previo confronto con le proprie Associate, svolge le considerazioni sotto riportate.

\*\*\*

Giova premettere che, nonostante i dati relativi alle prassi di mercato ammesse da Consob mostrino un utilizzo modesto delle stesse rispetto ai dati riferibili all'industria di altri Paesi dell'UE, le prassi hanno costituito un punto di riferimento importante per gli intermediari nell'adozione di modelli per l'operatività sui mercati finanziari che, quand'anche non coincidenti, fossero per quanto più possibile allineati alla normativa di riferimento. In un'ottica prospettica, le proposte avanzate nel Documento di Consultazione e, in particolare, quelle volte a cessare le prassi nn. 2 e 3 determinerebbero, pertanto, un ulteriore innalzamento del livello di incertezza giuridica in una materia già caratterizzata da rilevanti dubbi interpretativi, con un conseguente impatto negativo sulla correttezza operativa degli intermediari sui mercati.

Sotto un diverso profilo, si osserva che, pur nell'ambito di un mutato quadro normativo di riferimento della disciplina generale in materia di manipolazioni di mercato, non si rilevano modifiche sostanziali ai presupposti che hanno portato, a suo tempo, all'adozione delle tre

prassi di mercato ammesse dalla Consob, la quale ravvisò in esse, laddove utilizzate nei limiti delle condizioni previste, uno strumento efficace sia in termini di sostegno della liquidità (e non ci constano nella disciplina del MAR modifiche alla definizione di liquidità rilevante a questi fini), sia in termini di maggior trasparenza.

## **PRASSI n. 1 – Attività di sostegno della liquidità del mercato**

### ***Struttura***

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

In relazione alla proposta di introdurre un'ulteriore categoria di emittenti, la scrivente non ha rilevato un interesse esplicito da parte dei propri associati. Di contro, gli stessi hanno manifestato un interesse generalizzato all'estensione della Prassi n.1 agli strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle quote di fondi chiusi. Più in dettaglio, è stato manifestato un rilevante interesse affinché, indipendentemente dall'eventuale decisione della Consob di cessare la Prassi n. 3, la Prassi n. 1 venga estesa anche a titoli obbligazionari e obbligazioni convertibili in azioni (quotate o meno su mercati regolamentati) o, in alternativa, che sia valutata la possibilità di introdurre una nuova specifica prassi al riguardo. Tale possibilità di estensione sembrerebbe, peraltro, conforme a quanto previsto dall'ESMA nei suoi "*Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts*" (***Points for convergence***), che, al paragrafo 3.1, punto 12, espressamente dispongono che la prassi possa aver riguardo anche a strumenti finanziari diversi dai titoli azionari.

Come inciso, si chiede inoltre, in questa sede, di chiarire il rapporto tra la Prassi n. 1 e l'attività di *specialist* contemplata nei contratti di Borsa, che il testo del Documento di Consultazione pare rimettere in discussione. In particolare, si chiede di specificare che l'attività di *specialist* sia da considerare legittima di per sé a fini MAR.

### ***Limiti operativi***

Con riferimento ai limiti operativi della prassi in discorso, anche tenuto conto dell'assenza di indicazioni sul punto nei *Points for convergence*, si ritiene opportuno eliminare l'obbligo, attualmente previsto, di bilanciamento delle posizioni aperte (cfr. art. 16 della prassi). Conseguentemente -soprattutto nel caso in cui, diversamente da quanto ritenuto dalla scrivente associazione, fosse cessata la prassi n. 2, andrebbe quantomeno modificato l'art. 8 della Prassi n. 1, sopprimendo il divieto per l'emittente di utilizzare gli strumenti finanziari acquistati per costituire un magazzino titoli.

Con riguardo agli strumenti finanziari illiquidi, si evidenzia invece che l'*hard threshold* di 20.000 euro potrebbe non essere sufficiente a consentire un'efficace attività di sostegno della liquidità dei titoli di più elevata capitalizzazione. Gli intermediari associati hanno al riguardo rilevato che la soglia proposta potrebbe risultare sufficiente per sostenere la liquidità dei soli emittenti a più bassa capitalizzazione e hanno pertanto proposto di introdurre, in alternativa, una soglia dimensionale parametrata alla capitalizzazione dell'emittente.

E ancora, sempre al fine di supportare gli intermediari nell'attività di sostegno alla liquidità dei titoli più illiquidi, sarebbe opportuno che nella prassi stessa fossero identificate le casistiche nelle quali sia possibile derogare ai limiti nella stessa fissati, cui si fa riferimento al paragrafo 1.3.2, quarto capoverso, del Documento di Consultazione.

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

Con riferimento all'operatività in fase di asta, la nuova Prassi n. 1, come proposta dal Documento di Consultazione, richiede agli intermediari, tra l'altro, che gli ordini inseriti indichino prezzi di acquisto/vendita non superiori/inferiori al prezzo teorico.

A tal proposito si ritiene che una tale previsione abbia riguardo a mercati caratterizzati da un'asta di apertura, negoziazione continua ed, eventualmente, da un'asta di chiusura, ma non possa essere adattata ad altre microstrutture di mercato che prevedono, ad esempio, una sola asta giornaliera o, addirittura, un'unica asta settimanale. In tale contesto, il riferimento al prezzo teorico appare assai limitativo per l'intermediario, rendendo difficile l'attività di sostegno della liquidità che questi è chiamato a svolgere.

Sarebbe pertanto auspicabile, al fine di favorire il sostegno della liquidità dei titoli più illiquidi, uniformare i paragrafi 17-*bis* e 18-*bis* della Prassi n. 1, rispettivamente, ai paragrafi 17 e 18 che prevedono che in acquisto/vendita il prezzo possa essere anche pari a quello più elevato/basso tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo corrente della proposta di negoziazione in acquisto/vendita indipendente più elevata/bassa presente nel Mercato in cui le proposte in vendita vengono inserite o modificate.

### ***Trasparenza***

*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?*

Riteniamo che le informazioni che l'intermediario è chiamato a fornire all'emittente a norma del paragrafo 27 vadano ben oltre quanto necessario a consentire a quest'ultimo di assolvere agli obblighi informativi cui a sua volta è tenuto nei confronti del mercato a norma dell'art. 3 del Regolamento Delegato (UE) 2016/908. In particolare, riteniamo che il contenuto dei due flussi informativi debba esser armonizzato e che, in ogni caso, il richiamo operato nella prassi

ai modelli predisposti da codesta Autorità per la comunicazione delle operazioni di *internal dealing* e per la segnalazione di ordini e operazioni sospetti vada ben oltre quanto al riguardo strettamente necessario per le richiamate finalità.

## **PRASSI n. 2 – Acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino” titoli**

### **Effetti della cessazione della prassi**

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

Con riferimento alle criticità evidenziate dalla Consob al paragrafo 2.2 del Documento di Consultazione, l'esclusione dall'elenco delle esenzioni di cui all'art. 5, paragrafo 2, MAR della finalità di acquisto di azioni proprie per future operazioni di natura strategica, non può, a giudizio della scrivente, essere utilizzata a motivazione della proposta di eliminazione della prassi 2. Deve infatti ritenersi che, se il legislatore comunitario avesse voluto precludere in via assoluta la possibilità di prevedere categorie di esimenti ulteriori rispetto a quelle dallo stesso disciplinate, avrebbe disposto l'espunzione, rispetto alla disciplina previgente, della facoltà stessa, per le autorità di vigilanza nazionali, di istituire prassi ammesse.

La scrivente ha inoltre rilevato presso i propri associati un forte interesse al mantenimento di tale prassi che, all'occorrenza, pone peraltro gli emittenti interessati nelle condizioni di sfruttare al meglio e con tempestività opportunità di crescita, con la garanzia per gli stessi di operare nel rispetto della disciplina sugli abusi di mercato e con un conseguente ritorno positivo anche per gli azionisti (o i futuri investitori) sul prezzo di quotazione dei titoli interessati da operazioni di M&A.

Né riteniamo ragione sufficiente al fine di cessare la prassi la circostanza che la stessa, in casi specifici, sia stata in passato utilizzata da alcuni emittenti per perseguire obiettivi diversi da quelli in considerazione dei quali i riacquisti erano stati autorizzati dalle relative delibere assembleari. È infatti a nostro avviso evidente che non si ponga un rischio di abuso della prassi in quanto, in tali evenienze, la stessa non esplicherebbe la sua efficacia e, pertanto, non risulterebbe utile a porre l'emittente al riparo dal rischio di violazione della disciplina sugli abusi di mercato.

## **PRASSI n. 3 – Riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate**

### ***Effetti della cessazione della prassi***

Sul punto si richiamano le considerazioni svolte in premessa circa il fatto che non risultano intervenute, dal momento della sua adozione, modifiche sostanziali ai presupposti che

portarono Consob all'approvazione della prassi in discorso e, pertanto, poco si comprendono le motivazioni addotte a giustificazione dell'eliminazione della stessa.

Si ritiene peraltro che lo scarso utilizzo della prassi, rilevato da codesta Autorità, possa essere tra l'altro giustificato anche in termini di riduzione delle emissioni obbligatorie *corporate* registrata negli ultimi anni.

Per quanto attiene invece ai rilievi mossi dal MISC, si ritiene che gli stessi possano essere efficacemente gestiti, ove effettivamente se ne ravvisi la necessità, rafforzando eventualmente gli obblighi informativi attualmente previsti qualora l'impegno al riacquisto non copra il 100% dell'emissione.

Fermo quanto fin qui espresso sulla necessità di mantenere la Prassi n. 3, si conferma senz'altro la necessità che la stessa possa continuare a essere utilizzata quantomeno per i prestiti obbligazionari non ancora giunti a scadenza.

\* \* \*

Cordiali saluti.

Il Segretario Generale  
Giuseppe Cugliotta

