

Spett.le
Commissione Nazionale per
le Società e la Borsa
Divisioni Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n. 3
00198 Roma

Milano, 22 ottobre 2018

A mezzo SIPE (Sistema Integrato per l'Esterno)

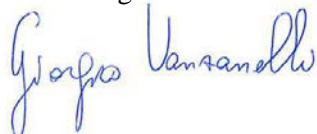
Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione del 21 settembre 2018 relativo al “Regolamento abusi di mercato – Adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla Consob”.

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto (il “**Documento di Consultazione**”), intendiamo anzitutto ringraziare Codesta Spettabile Commissione per l’opportunità di formulare osservazioni e commenti relativi alla proposta regolamentare allo studio, con l’auspicio di fornire un contributo utile a tal fine.

Si autorizzano sin d’ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo, qui di seguito, i nostri indirizzi e recapiti: Avv. Giorgio Vanzanelli, gvanzanelli@legance.it, presso Legance – Avvocati Associati, Via Broletto n. 20, 20121 Milano – tel. 028963071.

Avv. Giorgio Vanzanelli



Legance – Avvocati Associati

PARTNERS

Filippo Troisi
Bruno Bartocci
Monica Colombera
Alberto Giampieri
Andrea Giannelli
Alberto Maggi
Giovanni Nardulli
Enzo Schiavello
Gian Paolo Tagariello
Andrea Fedi
Claudia Gregori
Stefano Parlatore
Rosella Antonucci +
Gabriele Capecchi
Marco Graziani
Emanuele Espositi
Luca Autuori
Alessandro Botto
Cecilia Carrara
Guido Iannoni Sebastianini
Filippo Pacciani
Piero Venturini
Giuseppe Abbruzzese
Daniele Geronzi
Filippo Ruffato
Vito Auricchio
Giandomenico Ciaramella
Marco Gubitosi
Silvia Tozzoli
Tommaso Li Bassi
Paolo Marzano
Marco Penna
Giorgio Vanzanelli

SENIOR COUNSEL

Enrico Attanasio
Tommaso Bernasconi
Andrea Botti
Marzio Ciani
Francesco Florio
Iacopo Fontana
Elena Generini
Giacomo Gitti
Marco Iannò
Marco Mastrorosa
Antonio Palazzolo
Daria Pastore
Federica Pomero
Vittorio Pozzi
Elena Ryolo
Barbara Sancisi
Giovanni Scirocco
Antonio Siciliano
Alberto Vaudano

MILANO

Via Broletto, 20 - 20121
T +39 02 89 63 071

ROMA

Via di San Nicola da Tolentino, 67 - 00187
T +39 06 93 18 271

LONDRA

Aldermay House
10 -15 Queen Street - EC4N 1TX
T +44 (0)20 7074 2211

NEW YORK

780 Third Avenue - New York, NY 10017
T +1 (212)203 2255

info@legance.it
www.legance.it

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

Nel Documento di Consultazione, codesta Autorità sottolinea come sia stato evidenziato che “*manchi un interesse generale al riconoscimento dello status di AMP, essendo la Prassi n. 2 solo a beneficio dell’emittente, il quale, peraltro, con tale attività drena liquidità dal mercato a danno degli altri partecipanti*”.

Lo scrivente Studio Legale ritiene, invece, che almeno in talune circostanze ben si possano individuare ulteriori interessi. Infatti, la Prassi n. 2 non genera un beneficio esclusivo all’emittente perché, di fatto, è volta a facilitare operazioni (ad esempio, operazioni straordinarie di aggregazione) che, una volta completate, permetterebbero di allargare “qualitativamente” la base azionaria con l’ingresso di *partner* tendenzialmente di medio-lungo termine, che potrebbero apportare il proprio *know-how*, creando dunque interesse per il titolo con beneficio per tutti gli azionisti.

Inoltre, non si ritiene che – in via generale – la Prassi n. 2. “*dreni (necessariamente) liquidità dal mercato a danno degli altri partecipanti*”: ciò può forse essere vero per i titoli molto liquidi, ma non per quelli meno liquidi (che, del resto, rappresentano la maggioranza dei titoli quotati); al contrario, la Prassi n. 2 può “creare” mercato proprio per questa tipologia di titoli e, in particolare, per quegli azionisti *retail* che sono interessati ad una *exit*, ma che spesso non riescono a vendere il titolo, se non a prezzi di gran lunga inferiori, a causa dei ridotti volumi di scambi. Peraltro, ciò rappresenta un’ulteriore argomentazione circa il fatto che la Prassi n. 2 non sia ad esclusivo beneficio dell’emittente.

Alla luce delle considerazioni che precedono, si ritiene che - anziché propendere per la radicale eliminazione della Prassi n. 2 - potrebbe essere utile rafforzarne la trasparenza, imponendo agli emittenti obblighi di *disclosure* più specifici rispetto a quanto fatto fino ad oggi (introducendo, in ipotesi, il requisito che l’operazione successiva sia già identificata) e, eventualmente, prevedendo un *lock-up* nei confronti degli “acquirenti delle azioni” nelle successive operazioni straordinarie. In questo modo si potrebbero sterilizzare o quanto meno attenuare i rischi di un ri-acquisto basato su un vantaggio informativo rispetto al mercato. In ogni caso, la disciplina sulla *disclosure* dettata dall’art. 5 MAR sembra già andare in questa direzione e potrebbe essere estesa anche ad ulteriori fattispecie.

*

Nel Documento di Consultazione, Codesta Spettabile Commissione sottolinea come i lavori del MISC dell’ESMA abbiano evidenziato che “*la Prassi n. 2 sembra estendere il safe harbour previsto dall’articolo 5 MAR per l’acquisto di azioni proprie ad una finalità, quella di costituire un “magazzino” titoli eventualmente utile per operazioni di finanza straordinaria, che non è stata ritenuta dal legislatore europeo come meritevole di specifica tutela*”.

Al riguardo, si evidenzia come i programmi di riacquisto di azioni proprie siano necessari per permettere agli emittenti di perseguire un ampio ventaglio di finalità, tra le quali – ad esempio – adempimento degli obblighi derivanti dalle emissioni di *stock option*, piani di incentivazione aziendale, rivalorizzazione delle proprie quote sul mercato etc. Si rileva che non tutte queste finalità sono state riconosciute come meritevoli di tutela ai sensi dell’art. 5 MAR (si pensi, a titolo di esempio, agli acquisti di azioni proprie con il fine di compiere operazioni di finanza straordinaria). In sostanza, nell’ipotesi di cessazione della Prassi n. 2, la costituzione di un magazzino titoli, utile per questo tipo di operazioni, non sarebbe più coperta dallo “scudo” delle “*admitted practices*”: è opinione dello scrivente Studio Legale che ciò possa avere delle rilevanti ricadute sulla possibilità delle società quotate di porre in essere le suindicate operazioni in relazione alle quali il magazzino titoli potrebbe essere funzionale.

Infatti, ancorché la costituzione di un magazzino titoli non integrerebbe di per sé una fattispecie di manipolazione di mercato ai sensi del MAR, si può ragionevolmente ipotizzare che gli emittenti potrebbero essere più restii ad effettuare tale tipologia di operazioni, anche al solo fine di prevenire contestazioni o scrutini. A tal riguardo, è stato

già più volte rilevato in passato, sia da parte di società quotate sia da parte di associazioni di categoria, che le attività di riacquisto di azioni proprie poste in essere dagli emittenti risulterebbero pesantemente condizionate dal rischio di incorrere in procedimenti sanzionatori ove non vi fosse la protezione di un'apposita prassi di mercato. L'abolizione della Prassi n. 2, inoltre, creerebbe incertezza con riferimento ad una attività che, in forza dell'introduzione della suddetta prassi, è stata caratterizzata da chiarezza applicativa, con evidenti benefici operativi (ad esempio, autonomia nella determinazione della tempistica dell'acquisto e del prezzo, fermi i limiti MAR).

Allo stesso modo, proprio Codesta Spettabile Commissione, nel documento di consultazione del 4 agosto 2008 (*"Proposta relativa all'ammissione di prassi di mercato previste dall'art. 180, comma 1, lett. c) del D.Lgs. N. 58/98 inerenti: a) l'attività di sostegno della liquidità del mercato; b) l'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. magazzino titoli"*) aveva sottolineato come le operazioni di acquisto ai fini della costituzione di un magazzino titoli fossero essenziali ai fini di un'efficace promozione delle strategie operative di crescita delle società e della predisposizione di adeguati sistemi di incentivazione e, dunque, che non dovevano essere disincentivate. L'abolizione della Prassi n. 2 andrebbe quindi a ledere un interesse a lungo giudicato meritevole di tutela dal mercato e dall'Autorità stessa.

Si ritiene che la possibile disincentivazione delle operazioni cui il magazzino titoli è preordinato e, quindi, un minore ricorso alle stesse possa avere un impatto negativo anche sul funzionamento del mercato in generale.

Questa impostazione sembra essere condivisa anche dall'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF), la quale, sebbene abbia riconosciuto che la prassi originaria non rientrava più nei limiti previsti dal nuovo Regolamento europeo, decidendo quindi di optare per la cessazione della stessa, già a partire dall'aprile del 2017 ha emanato delle linee guida volte ad orientare e guidare gli emittenti nel compimento di operazioni finalizzate alla costituzione di un c.d. "magazzino titoli", evitando quindi le difficoltà interpretative che sarebbero potute sorgere in seguito alla relativa abolizione (*"Guide relatif aux interventions des émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation"*, DOC-2017-04). L'obiettivo di tali linee guida è, infatti, quello di individuare quali siano le principali condizioni che consentono agli emittenti quotati su mercati regolamentati di intervenire sui propri titoli dopo l'entrata in vigore del MAR. Peraltro, nel testo delle linee guida, l'autorità francese non si è solamente limitata a sottolineare le differenze del MAR rispetto a ciò che in passato era autorizzato dalla prassi di mercato ammessa, ma ha anche precisato, tramite raccomandazioni agli emittenti, come dovrebbero essere messe in atto le operazioni in questione affinché possano rientrare nei *safe harbour* previsti dall'art. 5 MAR.

Lo scrivente Studio Legale ritiene che tale approccio debba essere valorizzato e tenuto in debita considerazione da Codesta Spettabile Commissione nell'ipotesi di abolizione della Prassi n. 2, in quanto permetterebbe di chiarire quali operazioni siano da considerarsi legittime in virtù del nuovo quadro normativo, così limitando l'effetto disincentivante e le incertezze applicative che la cessazione della Prassi n. 2 potrebbe causare.

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

Qualora la Prassi n. 2 venisse eliminata, si ritiene che sarebbe estremamente consigliabile posticipare di almeno un trimestre gli effetti del provvedimento di cessazione.

Questo permetterebbe agli emittenti di disporre del tempo necessario per portare a termine le operazioni eventualmente in programma o già deliberate prima della cessazione della Prassi n. 2 che siano in corso, nonché di definire una politica aziendale sostitutiva. Pertanto, l'eventuale provvedimento di cessazione dovrebbe tenere in debita considerazione quest'aspetto.

Inoltre, 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, anche al fine di evitare il rischio di incorrere in sanzioni. D'altra parte, ciò 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, in analogia a quanto già fatto dall'AMF (al riguardo, si veda quanto sottolineato *supra*).