

Nuova prassi di mercato sul sostegno della liquidità e cessazione delle prassi di magazzino titoli e riacquisto di prestiti obbligazionari

Consob:

- ha approvato la nuova prassi di mercato sul sostegno della liquidità
- ha disposto la cessazione delle prassi per la costituzione del magazzino titoli e per il riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate a far tempo dal 30 giugno 2019
- ha preannunciato l'emanazione di linee guida per il magazzino titoli e il riacquisto di prestiti obbligazionari che non saranno più tutelati dalle prassi

Introduzione

La normativa sugli abusi di mercato introdotta dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) e dalla Direttiva 2014/57/UE (MAD2) prevede la non sanzionabilità per violazione del divieto di manipolazione operativa delle condotte giustificate da motivi legittimi e conformi a prassi di mercato ammesse (AMP) dalle autorità nazionali competenti (NCA), le quali sono chiamate ad aggiornare la AMP approvate sotto la previgente direttiva 2003/6/CE (MAD1), per renderle coerenti con il nuovo quadro europeo.

A questo fine, l'8 aprile 2019 la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), in qualità di NCA per l'Italia, ha notificato alla European Securities and Markets Authority (ESMA) la nuova prassi di mercato inerente all'attività di sostegno della liquidità del mercato (Nuova Prassi n. 1) ai fini del rilascio del parere di conformità alle disposizioni del MAR¹.

La nuova prassi è stata notificata a seguito dell'intervenuta conclusione della procedura di consultazione pubblica avviata il 21 settembre 2018 relativa alle proposte di modifica delle prassi di mercato precedentemente in vigore (la Consultazione) e dei contributi forniti alla Consob da alcuni operatori del mercato, incluso il nostro Studio, che ha risposto alla Consultazione con lettera del 22 ottobre 2018.

Sotto la vigenza della MAD1, infatti, Consob aveva ammesso tre prassi di mercato: la prima attinente al sostegno della liquidità (Prassi n. 1), la seconda relativa all'acquisto di azioni proprie per la costituzione del c.d. "magazzino titoli" (Prassi n. 2) e la terza relativa al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate (Prassi n. 3 e, congiuntamente alla Prassi n. 1 e alla Prassi n. 2, le Prassi) introdotte, rispettivamente, nel 2009² e nel 2012³. Ad esito della Consultazione, Consob ha aggiornato e sostituito la Prassi n. 1 con la Nuova Prassi n. 1, ha notificato quest'ultima all'ESMA e ha disposto la cessazione della

Prassi n. 2 e della Prassi n. 3 con decorrenza dal 30 giugno 2019⁴. A partire da tale data, pertanto, gli acquisti di azioni proprie per la costituzione del magazzino titoli e il riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate non beneficeranno più dell'efficacia esimente delle prassi ammesse secondo MAR.

Il presente *Client Alert* descrive le principali tappe del processo di riforma delle prassi di mercato ammesse da Consob, concentrandosi sul funzionamento della Nuova Prassi n. 1 e sulle novità rispetto al previgente regime.

L'applicazione in via transitoria delle Prassi

In data 9 settembre e 4 novembre 2016, Consob ha comunicato all'ESMA di voler mantenere in vigore in via transitoria⁵ le Prassi⁶ in attesa di completare il processo di revisione delle stesse per renderle coerenti con i principi introdotti dal MAR. L'ESMA ha pertanto sospeso il procedimento di revisione delle Prassi finalizzato all'emanazione del parere di conformità che l'Autorità europea avrebbe dovuto esprimere entro due mesi dalla notifica.

Le Prassi sono pertanto rimaste temporaneamente in vigore in attesa di modifica per oltre due anni e mezzo sino al completamento da parte di Consob della procedura di revisione avvenuto nel corso del corrente mese.

La Consultazione

Nel dicembre 2016 l'ESMA ha diffuso un documento contenente indicazioni indirizzate alle NCA degli Stati membri ("Points for convergence" o "Opinion")⁷ al fine di far convergere le varie prassi nazionali relative ai contratti di liquidità — disciplinati, in Italia, dalla Prassi n. 1 — per promuovere un'applicazione uniforme dei principi MAR⁸.

Il 21 settembre 2018 Consob ha pertanto avviato la Consultazione, tra l'altro, in merito alle modifiche da apportare alla Prassi n. 1 con la finalità di renderla coerente con i Points for convergence e, più in generale, con i principi introdotti da MAR.

In sede di Consultazione, l'Autorità ha altresì proposto la cessazione della Prassi n. 2 e della Prassi n. 3 richiamando le preoccupazioni sollevate dal Market Integrity Standing Committee dell'ESMA rispetto all'integrità dei mercati e alla compatibilità delle stesse rispetto al mutato quadro normativo di riferimento in materia di abusi di mercato. Con riferimento alla Prassi n. 3, Consob ha altresì evidenziato il suo scarso utilizzo da parte degli emittenti nel corso degli anni.

La cessazione delle prassi di magazzino titoli e riacquisto di prestiti obbligazionari

In occasione della Consultazione, il nostro Studio e altri partecipanti hanno manifestato l'opportunità di mantenere la Prassi n. 2 alla luce della circostanza che la stessa è ampiamente utilizzata dalle società quotate, costituendo uno strumento utile per realizzare finalità non coperte dal safe harbour previsto dall'art. 5 del MAR, ma — come sottolineato dalla stessa CONSOB nella relazione illustrativa degli esiti della consultazione pubblicata l'8 aprile 2019 (la Relazione Illustrativa) — di per sé legittime rispetto all'esigenza di assicurare l'integrità dei mercati, quali per esempio l'acquisto di azioni proprie da utilizzare per operazioni di M&A.

A fronte delle critiche espresse dall'ESMA in relazione al mantenimento della Prassi n. 2 e della circostanza che una prassi analoga non risulta essere stata adottata da altre NCA, Consob ha disposto la

sua cessazione, unitamente alla Prassi n. 3 con decorrenza dal 30 giugno 2019. Non sono state accolte le istanze, emerse in occasione della Consultazione, di prevedere un'estensione di tale termine soprattutto per consentire alle società quotate le cui assemblee ordinarie siano già state convocate per approvare l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie ai sensi dell'art. 2357 cod. civ anche ai sensi della Prassi n. 2 per un periodo successivo alla data di cessazione dell'efficacia della Prassi n. 2 o che abbiano già assunto tale deliberazione.

Nella Relazione Illustrativa, Consob ha utilmente chiarito che, anche in assenza della Prassi n. 2 e della Prassi n. 3, le società, pur non potendo più beneficiare delle tutele specifiche previste per le prassi di mercato ammesse dal MAR, potranno continuare ad operare con modalità analoghe e per le finalità previste dalle prassi cessate e per altre finalità, adempiendo agli obblighi previsti dalla normativa domestica, quali gli obblighi di comunicazione relativi degli acquisti di azioni proprie con le modalità indicate nell'Allegato 3F al Regolamento 11971/1999.

Per facilitare l'operatività delle società e degli intermediari, Consob ha infine preannunciato la pubblicazione di linee guida sulle modalità operative per effettuare acquisti di azioni proprie e il riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate senza incorrere in abusi di mercato.

L'attività di sostegno della liquidità del mercato secondo la Nuova Prassi n. 1

In continuità con la Prassi n. 1, la Nuova Prassi n. 1 prevede che l'emittente interessato al sostegno della liquidità delle proprie azioni possa conferire ad un intermediario, sulla base di un contratto, l'incarico di svolgere in modo indipendente l'attività di sostegno della liquidità del titolo al fine di favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

Nello svolgimento dell'attività di sostegno della liquidità del titolo, l'intermediario:

- deve agire in modo indipendente;
- non deve avere accesso ad informazioni privilegiate dell'emittente;
- deve far sì che tale attività non sia influenzata da altri interessi, compresi quelli relativi allo svolgimento di servizi d'investimento.

Le modalità di remunerazione dell'intermediario devono inoltre essere strutturate in maniera tale da non incentivare l'intermediario ad influenzare i prezzi o gli scambi del titolo.

L'intermediario incaricato è tenuto a chiudere le posizioni aperte non appena possibile, evitando di protrarle nel tempo, tenuto conto, tra l'altro, delle condizioni di liquidità del mercato e del confronto tra i prezzi correnti e i prezzi di carico delle posizioni⁹.

Le principali novità della Nuova Prassi n. 1 rispetto alla Prassi n. 1

Distinzione strumenti finanziari "liquidi" e "illiquidi"

Come suggerito nei Points for convergence, la Nuova Prassi n. 1 introduce limiti differenziati in merito alle risorse utilizzabili nell'attività di sostegno della liquidità e al quantitativo di azioni compravendibili dall'intermediario, a seconda che il contratto si riferisca a emittenti strumenti finanziari liquidi e illiquidi¹⁰.

In particolare, in luogo del limite presente nella Prassi n. 1 del 2% del valore degli strumenti finanziari emessi, è previsto che le risorse complessive allocate in termini di liquidità e/o strumenti finanziari non siano superiori:

- nel caso di strumenti finanziari liquidi, al 200% della media del controvalore degli scambi nel mercato e, in ogni caso, non superiori a € 20 milioni; e
- nel caso di strumenti finanziari illiquidi, al 500% della media sopra indicata oppure all'1%¹¹ del valore degli strumenti finanziari emessi calcolato all'inizio del giorno di avvio dell'attività e, in ogni caso, non superiori a € 1 milione.

Accogliendo le osservazioni della maggior parte dei partecipanti alla Consultazione, fra i quali quelle del nostro Studio, l'Autorità ha ritenuto di mantenere soltanto la distinzione fra emittenti strumenti finanziari liquidi e illiquidi, senza prevedere condizioni specifiche ulteriori per gli emittenti strumenti finanziari "altamente liquidi", categoria che i Points for convergence consentono alle NCA di introdurre, in via volontaria, in aggiunta alla distinzione tra emittenti strumenti finanziari liquidi e illiquidi e che corrisponde – per l'Italia – agli emittenti inseriti nell'indice FTSE MIB, che risultano però essersi avvalsi raramente della Prassi n. 1.

Periodo di riferimento per il calcolo della media del controvalore degli scambi

Il periodo di riferimento per il calcolo della media del controvalore degli scambi per la definizione delle risorse da allocare all'attività di sostegno della liquidità è pari a 30 giorni¹².

Tale orizzonte temporale, in linea con quello previsto per le operazioni di stabilizzazione di cui all'art. 5 del Regolamento Delegato (UE) n. 1052/2016, secondo le intenzioni dell'Autorità italiana dovrebbe favorire l'utilizzo dei contratti di liquidità da parte degli emittenti che si sono quotati soltanto da un mese.

Peraltro, nella risposta alla Consultazione, il nostro Studio ha, da un lato, condiviso l'appropriatezza dell'orizzonte temporale introdotto e, contestualmente, ha manifestato la preoccupazione che un limite temporale fisso potesse deprimere il ricorso a tale misura in talune circostanze qualora non fosse accompagnato da una previsione residuale (ed eccezionale) che consenta di applicare termini diversi in condizioni di mercato che non consentano un'utile e valida applicazione del termine generale di 30 giorni.

Nella Relazione Illustrativa, Consob ha espressamente espresso apprezzamento per la nostra richiesta di flessibilità e, conseguentemente, ha previsto che, laddove il periodo di 30 giorni non sia applicabile¹³, l'emittente possa fare riferimento ad un diverso periodo, comunque antecedente l'inizio dell'attività.

Forme di remunerazione dell'intermediario incaricato delle attività di sostegno della liquidità

La Nuova Prassi n. 1¹⁴ specifica che la componente fissa della remunerazione dell'intermediario debba essere prevalente sull'eventuale componente variabile, la quale non deve superare il 15% di quella totale.

La finalità di tale meccanismo di remunerazione è quella di assicurare l'indipendenza dell'intermediario dagli interessi dell'emittente e disincentivare un'operatività più intensa del necessario.

Limiti operativi

I limiti dei quantitativi giornalieri scambiabili da parte degli intermediari in applicazione della Nuova Prassi n. 1 sono pari, rispettivamente, al:

- 15%, per gli strumenti finanziari liquidi, e
- 25%, per gli strumenti finanziari illiquidi,

della media giornaliera degli scambi nei 20 giorni di negoziazione precedenti.

Tali percentuali — a differenza di quanto consentito dalla Prassi n. 1 — devono essere calcolate come somma delle operazioni di acquisto e di vendita effettuate rispetto al totale degli scambi, e non indipendentemente tra loro¹⁵ e non sono consentite deroghe.

Operatività in fase di asta

La Nuova Prassi n. 1 introduce delle limitazioni all'operatività in fase d'asta¹⁶ affinché gli ordini inseriti non influenzino il prezzo finale dell'asta stessa e consentano agli altri partecipanti di avere tempo sufficiente per reagire. In particolare:

- in caso di acquisti, il prezzo delle proposte di negoziazione deve essere inferiore al prezzo teorico dell'asta; e
- in caso di vendite, il prezzo delle proposte di negoziazione deve essere superiore al prezzo teorico dell'asta.

Operazioni fuori mercato

In continuità con la Prassi n. 1, la Nuova Prassi n. 1 conferma il divieto di effettuare operazioni fuori mercato (c.d. blocchi).

Sul punto occorre precisare che, benché i Points for convergence dell'ESMA consentano alle NCA di introdurre la possibilità di effettuare operazioni fuori mercato in situazioni eccezionali e di cui in sede di Consultazione era stato richiesto di tenere conto ai fini di eventuali approfondimenti, Consob ha preferito in via prudenziale mantenere il divieto previsto nel precedente regime, evidenziando che le operazioni fuori mercato possano consentire il protrarsi di posizioni lunghe sui titoli sostenendo i prezzi di mercato con possibile effetto manipolativo degli stessi.

Trasparenza

L'emittente e l'intermediario sono tenuti a fornire informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dalla Prassi n. 1, in particolare:

- prima dell'avvio dell'attività, l'emittente deve rendere noto al pubblico, tra gli altri, se gli strumenti finanziari rientrano nella categoria di quelli liquidi o illiquidi, i mercati in cui viene svolta l'attività, la durata del contratto, le situazioni che determinano la sospensione o la cessazione dell'attività; e
- durante lo svolgimento dell'attività, l'intermediario deve comunicare, entro i primi 15 giorni del mese successivo a ciascun trimestre, tra gli altri, dettagli sull'attività svolta giornalmente nel trimestre facendo uso di un modello messo a disposizione sul sito internet di Consob.

L'emittente deve poi provvedere alla relativa pubblicazione con cadenza trimestrale e alla comunicazione a Consob via PEC.

Conclusioni

L'interpretazione data da Consob alle indicazioni rinvenienti dall'Opinion ESMA risulta sostanzialmente coerente con la finalità di assicurare l'applicazione dei principi di cui all'art. 13 del MAR in modo uniforme rispetto alle scelte adottate dagli altri Stati membri che si sono già allineati al nuovo quadro normativo, senza dimenticare di attribuire opportuno rilievo alle peculiarità del mercato domestico italiano al fine di favorire (rispetto alla Prassi n. 1) il ricorso ai contratti per il sostegno della liquidità da parte di emittenti inseriti nell'indice FITSE MIB e di PMI di recente quotazione.

Le indicazioni che riverranno dall'utilizzo nel mercato della Nuova Prassi n. 1 nei prossimi mesi consentiranno di comprendere se gli operatori apprezzeranno le nuove misure introdotte da Consob ovvero se il livello di dettaglio introdotto, anche rispetto alle misure comunitarie, rischi di disincentivare il ricorso ai contratti di liquidità a vantaggio di altri strumenti con finalità simili che fino ad oggi hanno riscosso maggior successo (come i contratti di specialist). Risulta comunque apprezzabile lo sforzo di chiarezza che Consob ha profuso nel delineare i limiti operativi degli intermediari.

Del pari, particolarmente apprezzabili e utili appaiono le indicazioni fornite dall'Autorità per rispondere alle preoccupazioni degli operatori di mercato a fronte della cessazione della Prassi n. 2, ampiamente utilizzata nel corso degli anni e ancora oggi dalle società quotate italiane per costituire il magazzino titoli anche per finalità non tutelate dai *safe harbour* del MAR ma parimenti meritevoli di tutela e, in particolare, l'impegno assunto da Consob a fornire linee guida per definire, pur in mancanza di una prassi, le modalità per continuare a operare sul mercato riducendo il rischio di abusi.

Per eventuali approfondimenti e chiarimenti sul presente *Client Alert*, vi preghiamo di contattare gli autori ai recapiti di seguito indicati, ovvero gli altri vostri avvocati di riferimento di Latham & Watkins:

Antonio Coletti

antonio.coletti@lw.com
+39.02.3046.2061
Milano

Maria Cristina Storchi

mariacristina.storchi@lw.com
+39.02.3046.2044
Milano

Isabella Porchia

isabella.porchia@lw.com
+39.02.3046.2078
Milano

Marco Bonasso

marco.bonasso@lw.com
+39.02.3046.2055
Milano

Potrebbe anche interessarLe

[Rafforzare la governance delle società quotate italiane nella stagione assembleare 2019](#)

[New Handbooks Will Clarify Market Abuse Regulation Policies in Italy](#)

[Italy to Complete Implementation of the Market Abuse Regulation](#)

[Italy Approves Regulatory Provisions Implementing Market Abuse Regulation](#)

Il presente *Client Alert* viene pubblicato da Latham & Watkins nell'ambito di un servizio di informazione rivolto a clienti e amici. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non devono essere intese come una consulenza legale. Per un'analisi più approfondita o spiegazioni sull'argomento trattato, La invitiamo a contattare il suo professionista di riferimento all'interno dello studio. Tale invito non rappresenta una richiesta di attività legale ai sensi delle leggi delle giurisdizioni in cui i professionisti Latham sono autorizzati a esercitare. La lista completa dei *Client Alert* di Latham & Watkins è disponibile sul sito www.lw.com. Se desidera aggiornare le Sue informazioni di contatto oppure personalizzare il tipo di comunicazioni ricevute da Latham & Watkins, visiti la pagina <https://www.sites.lwcommunicate.com/5/178/forms-english/subscribe.asp> per iscriversi alle liste di distribuzione dedicate ai clienti dello studio.

Note di chiusura

¹ L'articolo 13, paragrafi 3, 4 e 5, MAR impone alle NCA di notificare all'ESMA l'intenzione di ammettere una nuova prassi di mercato con almeno tre mesi di preavviso rispetto alla data di entrata in vigore della stessa. La notifica deve contenere le valutazioni formulate dall'autorità nazionale in merito all'opportunità di adottare la nuova prassi. Entro due mesi l'ESMA esprime un parere sulla compatibilità della prassi con la disciplina in materia di abusi di mercato e su eventuali ripercussioni che l'ammissione della prassi potrebbe esercitare sulla fiducia degli investitori nel mercato. In caso di parere negativo dell'ESMA, l'autorità nazionale può comunque adottare la nuova prassi pubblicando, entro 24 ore dall'entrata in vigore della stessa, le ragioni per cui ritiene opportuno ammetterla.

² Si veda la Delibera n. 16839 del 19 marzo 2009.

³ Si veda la Delibera n. 18406 del 13 dicembre 2012.

-
- ⁴ Si veda la Delibera n. 20876 del 3 aprile 2019.
- ⁵ Ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 11, comma 2, MAR.
- ⁶ Oltre a Consob, anche le NCA di Francia, Spagna e Portogallo avevano comunicato all'ESMA di voler mantenere in vigore alcune AMP adottate prima dell'introduzione di MAR (tutte aventi ad oggetto la disciplina dei contratti di liquidità).
- ⁷ L'*Opinion* ESMA dispone, tra l'altro, che le AMP debbano: (i) prevedere che i contratti di liquidità siano predisposti in forma scritta, (ii) prevedere che l'intermediario che esegue il contratto di liquidità deve essere una società che fornisce servizi di investimento nella sede di negoziazione interessata; (iii) introdurre discipline differenziate per strumenti finanziari liquidi e illiquidi (ed eventualmente per gli strumenti finanziari altamente liquidi), (iv) stabilire condizioni per l'esecuzione dei contratti di liquidità in relazione a limiti di prezzo, limiti di volume, requisiti per operare durante le fasi d'asta senza influenzare il prezzo finale della stessa.
- ⁸ A seguito della diffusione dell'*Opinion* ESMA le NCA di Francia, Spagna e Portogallo hanno adeguato le rispettive prassi di mercato e le hanno notificate all'ESMA. Una volta ottenuto il parere positivo dell'Autorità europea, tali AMP sono entrate in vigore nei suddetti Stati Membri.
- ⁹ Tale previsione ha la finalità di evitare che i contratti di liquidità si trasformino in strumenti per sostenere il prezzo degli strumenti finanziari e non soltanto la liquidità. Inoltre non sono ammessi scambi per quantitativi/prezzi predeterminati con controparti selezionate.
- ¹⁰ Si veda il paragrafo 7 della Nuova Prassi n. 1.
- ¹¹ Il limite dell'1% è calcolato all'inizio del giorno in cui ha avvio l'attività ed aggiornato in occasione di ogni importante variazione degli strumenti finanziari emessi.
- ¹² La Francia ha adottato il medesimo orizzonte temporale di riferimento a questo proposito.
- ¹³ Ad esempio perché lo strumento finanziario sia sospeso dalle negoziazioni o sia negoziato in un diverso segmento di mercato caratterizzato da minore liquidità.
- ¹⁴ Si veda il paragrafo 14.
- ¹⁵ Per seguire l'esempio formulato da Consob nel documento di consultazione del 21 settembre 2018: "*se, quindi, l'intermediario effettua su un titolo illiquido acquisti pari al 20% della media degli scambi non può effettuare vendite oltre il 5% della stessa media; laddove oggi, in base alla Prassi n. 1 (ndr.: i.e. la Prassi n. 1), potrebbe arrivare fino al 25%*".
- ¹⁶ Si vedano i paragrafi 17-bis e 18-bis.