

22 ottobre 2018

Spett.le

CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, 3

00198 Roma

Invio tramite SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: Documento per la consultazione del 21 settembre 2018 - Regolamento Abusi di Mercato – Adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla CONSOB

Gentili Signore e Signori,

nel ringraziarVi per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica sul documento di consultazione del 21 settembre 2018 (il "**Documento di Consultazione**"), contenente le proposte di adeguamento delle prassi di mercato ammesse dalla CONSOB al regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato ("**MAR**"), riportiamo qui di seguito, in forma generale e sintetica, alcune osservazioni al riguardo in risposta alle domande ivi contenute.

Per qualsiasi dettaglio o chiarimento che si rendesse necessario od opportuno, non esitate a contattare:

Avv. Maria Cristina Storchi: tel.: 02 30462000, e-mail: mariacristina.storchi@lw.com

Avv. Antonio Coletti: tel.: 02 30462000, e-mail: antonio.coletti@lw.com

Avv. Isabella Porchia: tel.: 02 30462000, e-mail: isabella.porchia@lw.com

Cordiali saluti

LATHAM & WATKINS

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

Risposte alle domande

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

Risposta 1: A giudizio dello scrivente studio legale (lo “Studio”), la proposta contenuta nella nuova prassi di mercato n. 1) oggetto del Documento di Consultazione (la “Nuova Prassi n. 1”) risulta ragionevole e condivisibile per i seguenti motivi.

In primo luogo, la Nuova Prassi n. 1) che prevede l’introduzione di limiti differenziati per le risorse (strumenti finanziari e/o liquidità) da allocarsi per lo svolgimento della attività di sostegno della liquidità da parte dell’intermediario incaricato dall’emittente, correttamente introduce la differenza tra strumenti finanziari liquidi e illiquidi nel rispetto delle prescrizioni tassative di cui al documento della *European Securities and Markets Authority* (“ESMA”) dal titolo *Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts* del 25 aprile 2017 (l’“Opinion”).

Anche la scelta di escludere la necessità di riconoscere la categoria degli strumenti finanziari “altamente liquidi” (*highly liquid shares*) appare condivisibile in quanto attribuisce opportuno rilievo alla peculiarità del mercato domestico italiano in cui, come sottolineato da codesta spettabile autorità (l’“Autorità” o “CONSOB”) nel Documento di Consultazione, l’esperienza ha dimostrato come solo raramente emittenti inseriti nel principale indice del mercato azionario nazionale (*i.e.* il FITSE MIB) si siano avvalsi della prassi di mercato n. 1) approvata con delibera 16839 del 19 marzo 2009 e attualmente ancora vigente in via transitoria (la “Prassi n. 1”).

Lo Studio ritiene che l’opzione di cui propone di avvalersi la CONSOB in relazione al tema qui in discussione sia coerente con la *ratio* di cui all’*Opinion* ESMA, la quale ha come scopo ultimo quello di assicurare non tanto una disciplina pedissequamente identica con riferimento a tutti i punti di attenzione, quanto piuttosto fornire alle autorità del mercato nazionali indicazioni utili a garantire l’adozione di procedure quanto più possibile uniformi e coerenti (nell’impostazione e nelle finalità) rispetto ai principi di cui all’art. 13 del MAR e del regolamento delegato UE 2016/908 (il “Regolamento Delegato 908”). A questo proposito è opportuno ricordare anche che – a quanto consta allo Studio – la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (“CNMV”) ha optato per l’introduzione delle sole categorie degli strumenti finanziari “liquidi” e “illiquidi”).

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

Risposta 2: Nel silenzio dell’*Opinion* ESMA sul punto, ed in assenza di indicazioni normative di altro genere, lo Studio concorda con la scelta operata nel Documento di Consultazione da codesta Autorità in merito al periodo di riferimento per il calcolo dei nuovi limiti introdotti (lo ricordiamo, per i soli strumenti finanziari liquidi e illiquidi) per le risorse da destinare al sostegno della liquidità.

Benché la scelta delle autorità del mercato dei Paesi che hanno adottato prassi in materia di sostegno alla liquidità sul punto appaia non sempre univoca (*es.* si veda sul punto il diverso orizzonte temporale adottato in Spagna e Portogallo), le ragioni addotte dalla CONSOB a giustificazione del periodo di

riferimento presente nella proposta della Nuova Prassi n. 1 appaiono coerenti con le scelte operate dal legislatore europeo in relazione al periodo di stabilizzazione di cui all'articolo 5, paragrafo 4, lett. a) del MAR e all'articolo 5, paragrafo 1, del regolamento delegato UE 2016/1052 (il "**Regolamento Delegato 1052**").

Un limite temporale coerente, infatti, potrebbe favorire il ricorso a tale tipologia di contratti anche da parte di società di recente quotazione e, si ritiene, consentire una maggior diffusione in futuro di tale strumento che, sino ad oggi, è stato oggetto di un utilizzo che – per quanto consta allo Studio - è stato alquanto circoscritto rispetto al ricorso ad altri strumenti a sostegno della liquidità (es. contratti di *specialist*).

Per facilitare l'utilizzo della Nuova Prassi n. 1, potrebbe prevedersi, in via residuale ed eccezionale la possibilità di applicare termini diversi in condizioni di mercato che non consentano un'utile e valida applicazione del generale termine di trenta giorni.

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

Risposta 3: Alla luce della circostanza che i contratti oggetto della Nuova Prassi n. 1) di cui al Documento di Consultazione originano dalle necessità dell'emittente gli strumenti finanziari oggetto del contratto di sostenere la liquidità degli strumenti stessi, è insito nell'utilizzo di tali strumenti un potenziale conflitto di interessi tra l'emittente e il mercato nel suo insieme e in particolare con gli interessi degli investitori. Alla luce di tale circostanza, appare ragionevole nonché opportuno mantenere la previsione di "presidi" volti a tutelare l'integrità del mercato, delimitare i possibili effetti che un utilizzo indiscriminato di tali strumenti potrebbe avere sul processo di formazione dei prezzi (che non dovrebbe essere influenzato da questi contratti, il cui fine è solo quello di sostenere la liquidità dei titoli e non il loro prezzo) e sulla percezione della liquidità dei titoli che il mercato potrebbe avere.

Ad avviso di codesto Studio, non appare peraltro opportuno prevedere un rigido limite in misura percentuale alla remunerazione variabile, essendo invece preferibile un richiamo espresso ai limiti e ai principi previsti dall'art. 7 (c) del Regolamento Delegato 908.

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

Risposta 4: Lo Studio apprezza lo sforzo di chiarezza che codesta Autorità ha profuso nel delineare i limiti operativi che gli operatori debbono rispettare nell'inserimento delle proposte, in esecuzione dei contratti di liquidità, durante le fasi d'asta.

Infatti, in considerazione del fatto che l'attività di sostegno della liquidità è "artificiale" (in quanto svolta sulla base di un'intesa contrattuale tra l'emittente e l'intermediario che per conto dello stesso opera sul mercato inserendo proposte di negoziazione al fine di sostenere della liquidità di un titolo), la stessa potrebbe astrattamente integrare gli estremi di una condotta manipolativa del mercato. Per questo motivo è particolarmente importante – ad avviso dello Studio - individuare strumenti che garantiscano o almeno riducano sensibilmente il rischio che una simile condotta, in particolare nel contesto di una operatività in fase d'asta, influisca sulla formazione del prezzo dello strumento finanziario oggetto del contratto di liquidità e non invece esclusivamente sulla liquidità dello stesso nel rispetto dei principi fissati dall'articolo 13 del MAR.

Le specifiche introdotte agli artt. 17-bis e 18-bis della proposta di Nuova Prassi n. 1) paiono in linea con lo sforzo richiesto dall'ESMA nell'*Opinion* di far sì che l'attività di *trading* in fase d'asta sia

condotta con particolare cura al fine di assicurare che i prezzi fissati nelle proposte di negoziazione non influenzino il prezzo finale dell'asta stessa.

In particolare, la formulazione dei due articoli di cui sopra appare non solo rispettosa del dettato dell'art. 3, paragrafo 1, lettera c), del Regolamento Delegato 1052 (nonché dei principi delineati dall'art. 5, comma 1, del MAR) ma anche particolarmente attenta ad individuare gli elementi che gli intermediari debbono osservare durante le fasi di negoziazione (quasi fosse una sorta di *menabò* operativo) e, pertanto, non può che essere valutata positivamente.

Anche il confronto con i testi formulati in proposito da parte delle autorità del mercato degli altri ordinamenti nazionali (ad es. la CNMV) rende evidente come lo sforzo di codesta Autorità abbia avuto come esito un testo particolarmente apprezzabile in punto di concretezza.

Domanda 5: è opportuno consentire in condizioni eccezionali operazioni fuori mercato? Quali dovrebbero essere tali condizioni?

Risposta 5: Lo Studio concorda sulla necessità di stabilire una serie di restrizioni relativamente all'esecuzione dei contratti di liquidità (anche in relazione ai volumi negoziati in base a tali contratti), al fine di evitare comportamenti opportunistici da parte degli intermediari ed evitare il rischio che l'utilizzo di tali contratti possa in talune circostanze tradursi in condotte manipolative illecite in contrasto con i principi delineati dal MAR. In questo senso, pertanto, si condivide la posizione della CONSOB come delineata nel Documento di Consultazione che, al fine di evitare il potenziale abuso di tali strumenti da parte degli operatori del mercato, suggerisce il mantenimento dell'attuale divieto di porre in essere operazioni fuori mercato, che potrebbero consentire di assumere posizioni dominanti.

Appare opportuno altresì notare che permettere agli intermediari – in talune circoscritte circostanze – di operare secondo il meccanismo dei *block trades* potrebbe consentire agli stessi di mantenere una disponibilità sufficiente – a seconda dei casi - di denaro o azioni per continuare ad operare sul mercato e continuare ad inserire proposte di negoziazione anche quando, in ipotesi, uno squilibrio tra le azioni e la liquidità disponibile sui conti dell'impresa di investimento potrebbe ostacolare la realizzazione delle attività di *trading* sul titolo in esecuzione del contratto di liquidità e, in definitiva, la corretta esecuzione del contratto.

Appare significativa a questo proposito l'esperienza francese che, in relazione alla prima proposta di prassi di mercato ammessa ("AMP") prevede la possibilità di operazioni in blocco in base alle regole delle sedi di negoziazione.

In conclusione, ci si permette di suggerire di valutare i possibili effetti positivi che l'introduzione di una simile misura – consentita, in astratto, anche dall'*Opinion* ESMA – potrebbe avere sul mercato domestico e sugli interessi degli investitori al dettaglio i quali vedrebbero aumentare la possibilità di scambi di titoli a bassa liquidità.

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?

Risposta alle domande 6 e 7: Con riferimento alle domande numero 6 e 7, lo Studio ritiene opportuno fornire una risposta unitaria, in virtù della stretta relazione che sussiste tra le tematiche oggetto dei due quesiti di cui sopra nonché della vigenza di alcuni principi comuni sottesi ad entrambi i punti in discussione.

Dalla lettura dei riferimenti normativi in merito al principio di trasparenza che, nelle intenzioni del legislatore comunitario, deve caratterizzare le AMP dei singoli Stati membri e, in particolare, l'esecuzione dei contratti di liquidità (si veda l'art. 3 del Regolamento Delegato 908), si ricava l'esigenza che il mercato sia oggetto di una informativa continuativa, chiara e sufficientemente specifica. Tale esigenza è palesemente volta ad evitare possibili squilibri nel mercato e, in definitiva, forme di manipolazioni del mercato derivanti dall'applicazione distorta di uno strumento (i contratti di liquidità) che, se utilizzato correttamente, può favorire gli scambi nell'interesse (anche) degli stessi investitori al dettaglio.

In applicazione di tale principio occorre, pertanto, individuare correttamente la cadenza temporale ed il grado di dettaglio dell'informativa che gli intermediari devono fornire al mercato in relazione agli ordini di vendita e acquisto inseriti in esecuzione di contratti di liquidità.

Con riferimento al primo aspetto che qui interessa, la scelta operata da codesta Autorità appare bilanciata sotto il profilo della modulazione della tempistica dell'informativa al mercato. Tale scelta è in linea l'approccio tenuto anche da altre autorità europee (quale, ad esempio, la CNMV in Spagna).

Lo Studio intende peraltro cogliere questa preziosa occasione di interlocuzione con l'Autorità per suggerire una riflessione aggiuntiva in merito alla possibilità di introdurre una cadenza semestrale dell'informativa periodica. Come del resto l'ESMA ha già avuto occasione di specificare nella sua *opinion* relativa alla prima proposta di AMP francese, i partecipanti al mercato potrebbero ottenere sufficienti informazioni con riferimento all'esecuzione continuativa dei contratti di liquidità in virtù (anche solo) di una informativa a carattere semi-annuale che fornisca il dettaglio giornaliero delle negoziazioni compiute dall'intermediario nel periodo di riferimento.

La scadenza semi-annuale inoltre consentirebbe in ogni caso all'ESMA di adempiere al proprio onere di *reporting* annuale alla Commissione europea in merito all'attività di sorveglianza sulle modalità applicative delle varie AMP nazionali, ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 10, MAR.

Tale diversa scadenza temporale, infine, potrebbe semplificare sensibilmente gli adempimenti a carico degli operatori del mercato, già notevolmente appesantiti in punto di dettaglio dalle informazioni da fornire con riferimento alle singole sedute di negoziazione.

In linea con lo sviluppo logico dell'argomentazione, appare dunque ora opportuno soffermarsi brevemente sul livello di granularità delle informazioni da fornire all'Autorità da parte degli intermediari.

L'elencazione riportata nella proposta di Nuova Prassi n. 1) richiede di fornire, come anticipato nel Documento di Consultazione, una quantità di informazioni sensibilmente superiore a quelle richieste dall'articolo 3, comma 1 lett. b) del Regolamento Delegato 908 e a quelle richieste dalla Prassi n. 1).

Sotto questo profilo, si rappresenta la necessità di limitare tali informazioni a quelle strettamente essenziali per assicurare trasparenza al mercato. Ad avviso dello Studio, tale limitazione, unitamente alla previsione di un'informativa periodica con cadenza semestrale, potrebbe rappresentare un ragionevole punto di equilibrio tra le esigenze di trasparenza del mercato e l'opportunità di non appesantire eccessivamente gli adempimenti a carico degli operatori (col possibile effetto di deprimere il ricorso in futuro all'utilizzo dei contratti di liquidità).

2. Prassi di Mercato n. 2 – Acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino” titoli

Risposte alle domande

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

Domanda 9: quali altre conseguenze potranno derivare dalla eventuale cessazione della Prassi n. 2?

Risposta alle domande 8 e 9: Come evidenziato nel Documento di Consultazione, la Prassi n. 2 è ampiamente utilizzata da numerosi emittenti quotati, le cui delibere di autorizzazione all’acquisto di azioni proprie includono di norma la Prassi n. 2. La sua eliminazione *tout court* priverebbe gli emittenti e il mercato italiano di uno strumento che negli anni si è dimostrato necessario e utile per realizzare operazioni straordinarie beneficiando delle protezioni date dalla Prassi n. 2, pur applicandone al contempo i rigorosi limiti.

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

Risposta 10: Qualora la Commissione optasse comunque per l’eliminazione della Prassi n. 2, si ritiene necessario prevedere un periodo transitorio ampio al fine di posticipare gli effetti della cessazione consentendo ai numerosi emittenti che si sono avvalsi di tale Prassi di concludere quantomeno le operazioni avviate sulla base delle ultime autorizzazioni assembleari precedenti la data del provvedimento di cessazione.

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

Risposte alle domande

Domanda 11: quali sono gli effetti, le conseguenze e le difficoltà operative che potrebbero derivare dalla eventuale cessazione della Prassi n. 3?

Domanda 12: quali sono le ragioni che hanno portato alla riduzione delle emissioni di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate?

Domanda 13: si ritiene che l’eventuale cessazione della Prassi n. 3 comporti il divieto di quotare prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate?

Domanda 14: si ritiene opportuno mantenere, comunque, in vigore la Prassi n. 3 per i prestiti obbligazionari non ancora giunti a scadenza?

In via generale, in relazione alle proposte di eliminazione della Prassi n. 3 e alle relative domande, codesto Studio condivide la ricostruzione e le posizioni formulate nel Documento di Consultazione. Tali posizioni, infatti, trovano effettivamente riscontro, a differenza della Prassi n. 2, nello scarso utilizzo della Prassi n. 3 quale modalità di *buy-back* dei prestiti obbligazionari.

Qualora la Commissione optasse per l'eliminazione della Prassi n. 3, si concorda con l'opportunità di mantenerla in vigore per i prestiti obbligazionari ai quali essa sia applicabile e non ancora giunti a scadenza, per tutelare adeguatamente i relativi emittenti.