

Comunicazione n. DEM/DME/9053316 dell'8-6-2009

Oggetto: Prestiti obbligazionari caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a criteri predeterminati. Adempimenti relativi alla pubblicazione di informazioni rilevanti per gli investitori

I. Premessa

Alcune recenti operazioni di collocamento e/o di ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati di prestiti obbligazionari sono risultate assistite da accordi concernenti attività di sostegno della liquidità sul mercato e obblighi di riacquisto da parte dell'emittente, in base a criteri predeterminati, conclusi tra gli emittenti, i soggetti responsabili del collocamento e intermediari (anche definiti *Price Maker*).

L'elemento comune riscontrato nei citati casi riguarda innanzitutto l'impegno del c.d. *Price Maker* a formulare giornalmente, per importi solitamente ricompresi all'interno di un determinato *range*, un apposito prezzo di acquisto sul mercato. In tale ambito:

- a) il *Price Maker*, in generale, formula proposte di acquisto ad un prezzo calcolato secondo le condizioni di mercato al momento esistenti;
- b) inoltre, al verificarsi di una variazione negativa del merito di credito dell'emittente, il *Price Maker* formula proposte di acquisto ad un prezzo che riflette, in termini di *spread* di tasso di interesse, il precedente merito di credito dell'emittente al momento dell'emissione delle obbligazioni.
- c) detta attività continua fino a quando l'intermediario non realizza acquisti per un ammontare di obbligazioni pari a una predeterminata quantità, espressa solitamente in termini percentuali sul totale nominale emesso.

Come previsto dal contratto tra l'emittente e il collocatore, solitamente lo stesso emittente si impegna a concludere con il *Price Maker* un accordo relativo al riacquisto dei titoli. Nel medesimo accordo, gli strumenti finanziari oggetto di riacquisto da parte del *Price Maker* possono essere da questi ceduti all'emittente fino alla medesima percentuale massima e secondo le medesime modalità di *pricing* indicate ai precedenti punti b) e c). Superata la citata soglia percentuale il *Price Maker* può in genere cedere i titoli all'emittente sulla base di un prezzo formulato tenendo in considerazione il merito di credito dell'emittente alla data di negoziazione.

Al riguardo si osserva che, a differenza dell'ordinaria attività di riacquisto a prezzi che riflettono le condizioni correnti di mercato, l'attività svolta dal *Price Maker*, formulando prezzi di riacquisto che riflettono il merito creditizio dell'emittente al momento dell'emissione delle obbligazioni, appare caratterizzata da una più ampia e penetrante valenza che la connota come speciale forma di garanzia. In tal senso, incidendo sulle aspettative di rendimento e di rischio finanziario degli investitori, tale attività costituisce un elemento specifico del prodotto offerto e/o ammesso alla quotazione.

L'attività in oggetto presenta profili di attenzione in relazione al fatto che, in caso di deterioramento del merito creditizio dell'emittente, qualora l'attività del *Price Maker* dovesse raggiungere l'ammontare massimo stabilito, venendo meno tale specifica "attività" svolta dal *Price Maker*, si potrebbe determinare la circostanza per cui il prezzo di mercato finirebbe per riallinearsi a quello corrispondente all'effettivo merito di credito. In assenza di misure volte a garantire sufficienti condizioni di trasparenza, gli investitori interessati a vendere i propri titoli potrebbero risultare

penalizzati rispetto a quelli che hanno venduto in precedenza beneficiando del prezzo di riacquisto più elevato nell'ambito della soglia massima prevista dall'accordo tra il *Price Maker* e l'emittente.

Ciò premesso, per un verso, si può ritenere che il meccanismo di riacquisto dei prodotti da parte del *Price Maker* rappresenti uno strumento di parziale garanzia per i sottoscrittori rispetto ad oscillazioni di prezzo dipendenti dalla riduzione del merito di credito dell'emittente. Per altro verso, è evidente che dette attività devono necessariamente conformarsi a standard di comportamento idonei a garantire condizioni di sufficiente parità informativa e più in generale di rispetto del regolare funzionamento del mercato.

Per fronteggiare le criticità sopra evidenziate è necessario prevedere un adeguato livello di trasparenza in relazione sia all'esistenza dell'accordo di riacquisto sopra descritto sia all'operatività svolta dal *Price Maker* in adempimento del predetto accordo.

In termini generali, quindi, si ritiene che l'informazione relativa sia all'obbligo di riacquisto a prezzi stabiliti in base a criteri predeterminati sia al meccanismo di sostegno della liquidità, costituisca un essenziale elemento di conoscenza al fine di consentire agli investitori di pervenire ad un fondato giudizio sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Si ritiene pertanto che:

- nella fase di collocamento e ammissione alla negoziazione, debbano essere riportate adeguate informazioni nel prospetto di offerta e/o di quotazione;
- durante il periodo in cui è attivo il meccanismo di riacquisto, l'emittente, tenuto conto che l'attività di negoziazione sul mercato è svolta anche nel suo interesse, sia soggetto all'obbligo di fornire informazioni al pubblico in merito all'operatività posta in essere dall'intermediario incaricato dello svolgimento del sostegno della liquidità, nella misura in cui tali operatività determini una variazione significativa dell'ammontare residuale di titoli acquistabili secondo le modalità di *pricing* predeterminate.

Al fine di poter adempiere agli obblighi previsti, gli emittenti dovranno stabilire specifici accordi con i responsabili del collocamento che consentano loro di ricevere le informazioni riguardanti l'attività di negoziazione effettuata da parte dell'intermediario incaricato. In relazione ai prestiti obbligazionari già collocati e attualmente ammessi alla negoziazioni nei mercati regolamentati **si raccomanda** ai soggetti collocatori di provvedere a trasmettere le citate informazioni ai rispettivi emittenti al fine di consentire loro di adempiere ai relativi obblighi di comunicazione.

2. Informazioni da inserire nel Prospetto

Alla luce di quanto sopra osservato e tenuto conto delle previsioni contenute negli schemi allegati al Regolamento 809/2004/CE, si ritiene necessario che nel prospetto si fornisca:

- a) una descrizione chiara e completa delle modalità, delle condizioni, dell'estensione (dalla fase di attivazione a quella di disattivazione) e dei limiti dell'attività di sostegno dei corsi;
- b) l'identità, ove nota, dei soggetti che si sono assunti l'impegno di sostenere la liquidità dei titoli, nonché dell'eventuale soggetto che gestisce e coordina tale attività;
- c) un'avvertenza che rappresenti la possibilità che le quotazioni siano influenzate in maniera prevalente dall'attività del *Price Maker*;
- d) un'avvertenza che rappresenti se ed in quali circostanze le attività di cui si tratta potranno essere interrotte e se ed in quali circostanze i soggetti che si sono assunti l'impegno di acquisto dei titoli potranno essere sostituiti;

e) l'indicazione delle informazioni che verranno successivamente fornite al pubblico e relative modalità.

3. Informazioni da rendere pubbliche in via continua

In ordine alle informazioni da fornire al pubblico in via continua si richiede, ai sensi dell'art. 114 comma 5 del D. Lgs. 58/98, agli emittenti di prestiti obbligazionari, ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati, caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obblighi di riacquisto a prezzi stabiliti in base a criteri predeterminati, di pubblicare senza indugio, con le modalità indicate alla Parte III, Titolo II, Capo I, del regolamento n. 11971/1999, anche per il tramite di soggetti appositamente incaricati, informazioni in merito:

a) al verificarsi di eventi, predeterminati nell'ambito di accordi conclusi tra le parti coinvolte (emittente, il collocatore e l'intermediario incaricato dell'attività di sostegno della liquidità), sulla base dei quali i prezzi di acquisto proposti dall'intermediario, formulati nel rispetto di criteri predeterminati, risultino superiori ai prezzi che si sarebbero determinati in modo indipendente sul mercato, in assenza delle predette proposte; con particolare riguardo ai casi di recente osservati, le informazioni attengono al verificarsi di modifiche del merito di credito dell'emittente, sulla base delle quali i prezzi formulati dal *Price Maker*, secondo le specifiche modalità di *pricing* che tengono conto del diverso merito di credito all'atto dell'emissione, sono superiori ai prezzi che si sarebbero determinati sul mercato per effetto dell'incorporazione del corrente merito di credito dell'emittente;

b) al venir meno degli eventi indicati al punto a), a cui consegue che i prezzi delle proposte di acquisto formulate dall'intermediario incaricato riflettano tutte le condizioni correnti di mercato;

c) al raggiungimento, per effetto degli acquisti da parte dell'intermediario incaricato, di soglie pari al 25%, 50%, 75%, e 100% dell'ammontare massimo di titoli acquistabili secondo le modalità di *pricing* predeterminate in accordi conclusi tra le citate parti;

d) all'identità dei soggetti che assumono l'impegno di sostenere la liquidità dei titoli, ove tale notizia non sia già stata indicata nel prospetto.

Si evidenzia che i sopra citati adempimenti informativi hanno la finalità di determinare un livello di informazione sul mercato idoneo a consentire consapevoli scelte di investimento/disinvestimento da parte del pubblico e non sono idonei a fornire qualsivoglia presunzione di legittimità delle condotte dei soggetti coinvolti nelle operazioni (ossia l'emittente/offerente, il collocatore e l'intermediario incaricato). Inoltre gli obblighi di informazione previsti non hanno alcun effetto ai fini dell'applicazione della disciplina inerente alle prassi di mercato ammesse ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. c), del Tuf.

Da ultimo, considerato che, come sopra rilevato, il meccanismo di riacquisto costituisce un elemento specifico del prodotto offerto e che occorre, al riguardo, fornire adeguate informazioni perché gli investitori possano formulare fondati giudizi sugli strumenti finanziari e sui relativi diritti, si rappresenta la necessità che gli emittenti dei prestiti obbligazionari in parola osservino adempimenti informativi analoghi a quelli indicati alle precedenti lettere a), b), c), d), anche nel caso in cui detti strumenti siano scambiati in sistemi multilaterali di negoziazione e/o da parte di internalizzatori sistematici.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia