

Comunicazione n. XXXXX del XX-XX-XXXX

Oggetto: Riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate. Indicazioni relative all'organizzazione dell'attività, alla trasparenza e alle condizioni operative

1. Premessa

La Comunicazione n. DEM/DME/9053316 dell'8 giugno 2009 ha fornito agli emittenti di prestiti obbligazionari alcune indicazioni utili agli adempimenti informativi nei confronti del pubblico in relazione all'emissione di obbligazioni caratterizzate dall'obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a condizioni predeterminate.

Con Delibera n. 18406 del 13 dicembre 2012, la Consob ha ammesso, ai sensi dell'art. 180, comma 1, lettera c), del D. Lgs. n. 58/1998 all'epoca vigente, la Prassi di mercato n. 3 inerente al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

Successivamente, cambiamenti del contesto normativo di riferimento, quali, tra l'altro, le nuove disposizioni in materia di prassi di mercato ammesse previste dall'articolo 13 del Regolamento (UE) sugli abusi di mercato n. 596/2014 ("MAR") e dalle relative norme europee ed italiane di attuazione ed adeguamento, hanno comportato la cessazione della Prassi di mercato n. 3, disposta, con decorrenza 30 giugno 2019, con delibera Consob n. 20876 del 3 aprile 2019.

Alla luce dei mutamenti sopra citati, risulta inoltre necessario sostituire la menzionata Comunicazione n. DEM/DME/9053316 dell'8 giugno 2009.

Si delineano di seguito alcune indicazioni che, pur non fornendo una presunzione di legittimità delle condotte dei soggetti coinvolti nelle operazioni, contribuiscono alla chiarezza del quadro normativo di riferimento e alla compiuta individuazione delle condizioni di trasparenza e operative che consentono agli investitori di riconoscere l'impatto dell'attività di riacquisto sul processo di formazione dei prezzi e di orientare l'attività dei soggetti coinvolti al fine di garantire l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Nel caso in cui vengano fornite in sede europea ulteriori indicazioni specifiche sull'argomento oggetto della presente Comunicazione, si dovrà tenere conto del mutato quadro regolamentare di riferimento.

2. Attività

L'attività relativa al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate è stata esplicitamente prevista in prospetti di ammissione e/o di quotazione di alcune obbligazioni, soprattutto bancarie, anche al fine di consentire agli investitori *retail*, che tipicamente detenevano tali obbligazioni dal momento del collocamento, di liquidare l'investimento prima della scadenza a condizioni migliori rispetto a quelle conseguenti all'eventuale peggioramento del merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione.

L'attività consiste, in sintesi, nell'acquisto sul mercato di obbligazioni qualora si verificano predeterminate condizioni, tipicamente la variazione negativa del merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione, fino ad un limite quantitativo (*buffer*) predeterminato a prezzi che riflettono il merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione al momento dell'emissione stessa e, quindi, più elevati di quelli *fair*, cioè di quelli in linea con il valore teorico che riflette il deteriorato merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione.

L'attività è tipicamente posta in essere da un soggetto incaricato, un intermediario, sulla base delle condizioni predeterminate, stabilite in fase di emissione dei titoli o in una fase successiva.

Le condizioni predeterminate di riacquisto dei prestiti obbligazionari sono espresse in termini di *credit spread*, cioè di porzione di premio per il rischio rappresentata dal differenziale tra il rendimento delle obbligazioni e il tasso *risk-free*, e possono trovare applicazione all'intera emissione o fino al raggiungimento del *buffer*.

L'attività sopra descritta rappresenta uno strumento di sostegno della liquidità del mercato, in quanto rende più facilmente smobilizzabili le obbligazioni e favorisce la continuità delle negoziazioni.

Inoltre, tale attività, svolta formulando prezzi di riacquisto che riflettono il merito creditizio dell'emittente al momento dell'emissione delle obbligazioni – a differenza dell'ordinaria attività di riacquisto a prezzi che riflettono le condizioni correnti di mercato – 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, essa costituisce un elemento specifico del prodotto offerto e/o ammesso alla quotazione.

Sussistono ulteriori profili di attenzione in relazione al fatto che, in caso di deterioramento del merito creditizio dell'emittente, qualora l'attività di riacquisto dovesse raggiungere l'ammontare massimo stabilito (cioè l'esaurimento del *buffer*), verrebbe meno l'effetto di tale specifica "attività" e, di conseguenza, il prezzo di mercato potrebbe riallinearsi a quello corrispondente all'effettivo merito di credito. In tali circostanze, 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 e che hanno beneficiato del prezzo di riacquisto più elevato.

In breve, per un verso, il meccanismo di riacquisto dei prestiti obbligazionari rappresenta uno strumento di sostegno della liquidità del mercato e 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, detta attività, come già sottolineato, deve 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.

3. Trasparenza

Al fine di facilitare la determinazione di un fondato giudizio da parte degli investitori in merito all'impatto dell'attività di riacquisto sul processo di formazione dei prezzi è importante assicurare un adeguato livello di trasparenza con riferimento all'obbligo di riacquisto a prezzi stabiliti in base a criteri predeterminati, alle modalità con cui questo viene assolto, alle ipotesi di interruzione dell'attività di riacquisto e al raggiungimento di soglie prefissate dei titoli acquistati sul mercato.

Pertanto, qualora l'emittente abbia assunto, in fase di emissione delle obbligazioni, l'impegno al riacquisto dei prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate, nell'interesse degli investitori è opportuno che provveda: (i) a declinare le specifiche condizioni relative a tale attività di riacquisto nel Prospetto o nelle relative Condizioni Definitive, in conformità alle pertinenti disposizioni europee di riferimento e nel rispetto del principio di completezza delle informazioni contenute nella documentazione d'offerta; (ii) a fornire informazioni circa le modalità, le condizioni e l'eventuale estensione temporale dell'attività di riacquisto a prezzi formulati nel rispetto di condizioni

predeterminate, nonché circa l'eventuale previsione di un limite quantitativo massimo (*buffer*) di obbligazioni che potrebbero essere riacquistate sul mercato.

A tale ultimo riguardo, l'emittente dovrebbe altresì valutare l'opportunità di fornire indicazioni in ordine alla possibilità che, al raggiungimento del *buffer*, il prezzo delle obbligazioni torni a riflettere le sole condizioni di mercato e risulti, pertanto, inferiore, anche in misura significativa, alle proposte fino a quel momento esposte a condizioni predeterminate.

L'emittente fornirà senza indugio al pubblico, in via continuativa e con le modalità previste dall'articolo 17 MAR e dal Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1055 della Commissione, informazioni in merito:

- a) al ricorrere in concreto delle condizioni che determinano l'avvio dell'attività;
- b) al venir meno delle condizioni di cui alla lettera precedente, con l'avvertenza che, in assenza delle stesse, le proposte di acquisto formulate dal soggetto incaricato a svolgere l'attività rifletteranno le condizioni correnti di mercato;
- c) al raggiungimento o al superamento delle soglie del 25%, 50%, 75%, 85%, 95% e 100% del quantitativo massimo di obbligazioni acquistabili nonché alla discesa al di sotto di tali soglie in caso di c.d. *refreshing* del *buffer*;
- d) all'identità dei soggetti che assumono l'impegno di svolgere l'attività, ove tale notizia non sia già stata indicata nel Prospetto o nelle relative Condizioni Definitive.

4. Condizioni operative

Al fine di garantire un ordinato svolgimento delle negoziazioni, risulta inoltre opportuno che l'attività sia svolta con regolarità, nel rispetto del principio della continuità operativa e con modalità non discriminatorie.

Dal momento in cui l'attività ha avvio il soggetto incaricato provvederà agli acquisti senza soluzione di continuità anche durante la medesima seduta fino a quando non sono effettuati acquisti per un ammontare di obbligazioni pari al *buffer*.

Il soggetto incaricato potrà esporre sul mercato proposte di vendita a prezzi superiori a quelli dallo stesso inseriti in acquisto e ancora presenti nel mercato. Le proposte di vendita e le relative operazioni contribuiranno a ricostituire il quantitativo massimo di obbligazioni acquistabile (*refreshing* del *buffer*).

Risulta opportuno che le procedure adottate per il *pricing* dei prestiti obbligazionari siano idonee a consentire in qualunque momento di ricostruire le modalità di determinazione dei prezzi esposti sul mercato e si basino su un modello idoneo a stimare il *credit spread*. Tale modello dovrebbe essere coerente con gli altri modelli impiegati per la valutazione del portafoglio titoli di proprietà.

L'unità operativa presso il soggetto incaricato che esegue l'attività non dovrà ricevere informazioni privilegiate relative all'emittente.

Infine, onde garantire la trasparenza dell'attività, il rispetto delle condizioni e i controlli, il soggetto incaricato di svolgere l'attività manterrà evidenza di tutte le informazioni attinenti agli ordini immessi sul mercato e delle operazioni concluse in tale ambito.