

Linee Guida

Operatività su azioni proprie in un  
contesto di mercato integro



Luglio 2019

**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

 COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

## Linee Guida

# Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro



Luglio 2019

**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

 <p>CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</p>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

## LINEE GUIDA

**Destinatari:** EMITTENTI / INTERMEDIARI  
**Oggetto:** OPERATIVITA' SU AZIONI PROPRIE

### Indice

#### **Sezione 1    Introduzione**

- 1.1. *Destinatari*
- 1.2. *Ambito*
- 1.3. *Finalità*
- 1.4. *Aggiornamenti*
- 1.5. *Struttura*

#### **Sezione 2    Finalità dell'operatività su azioni proprie**

- 2.1. *Evidenze*
- 2.2. *Sintesi delle tutele offerte da MAR*

#### **Sezione 3    Mappatura dei rischi di incorrere in abusi di mercato**

- 3.1. *Abusi di mercato*
- 3.2. *Abuso di informazioni privilegiate*
- 3.3. *Rischi di abuso di informazioni privilegiate*
- 3.4. *Manipolazione del mercato*
- 3.5. *Manipolazione informativa*
- 3.6. *Rischio di manipolazione informativa*
- 3.7. *Manipolazione operativa*
- 3.8. *Rischio di manipolazione operativa*

#### **Sezione 4    Gestione dei rischi: profili organizzativi e misure preventive**

- 4.1. *Approccio al rischio*
- 4.2. *Misure organizzative interne*
- 4.3. *Delega del coordinamento e dell'esecuzione delle operazioni ad un intermediario*
- 4.4. *Buy-Back predeterminato*
- 4.5. *Trasparenza iniziale*
- 4.6. *Trasparenza on-going ed ex post*
- 4.7. *Condizioni operative*

 <p>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</p>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

- A. *Dimensione degli ordini*
  - B. *Continuità*
  - C. *Aggressività degli ordini*
  - D. *Tempistica*
  - E. *Linearità e semplicità operativa*
- Conclusioni*

## **Sezione 5 Tutele regolamentari: sintesi**

- 5.1. *Difese previste dalla disciplina sugli abusi di mercato*
- 5.2. *Safe harbour*
- 5.3. *Prassi di mercato ammesse (“AMP”)*

## **Sezione 6 Tutele regolamentari: le safe harbour**

- 6.1. *Buy-Back*
- 6.2. *Trasparenza*
- 6.3. *Condizioni operative*
- 6.4. *Restrizioni*
- 6.5. *Attività di stabilizzazione*

## **Sezione 7 Sintesi delle modalità di gestione del rischio**

## **Sezione 8 Glossario ed elenco atti normativi europei**

### **Legenda:**

- in carattere **celeste** le parole cui sono associati collegamenti ipertestuali
- in carattere **verde** le parole definite nel Glossario posizionato nella Sezione 8
- in *corsivo* le norme di Livello 1, 2, 3 (talora riprodotte in modo non letterale) e le relative principali implicazioni

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## SEZIONE 1 – INTRODUZIONE

### 1.1. Destinatari

1.1.1 Le presenti Linee Guida si rivolgono agli **emittenti** azioni ammesse alla negoziazione o negoziate nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) ai fini dell'esecuzione di operazioni su azioni proprie.

Le Linee Guida si rivolgono altresì alle **società controllate** dai sopra citati emittenti, ai fini dell'esecuzione di operazioni sulle azioni proprie degli emittenti. Nel prosieguo del documento, per semplicità, con l'espressione emittente si farà riferimento anche alle società controllate, salvo diversa indicazione.

Le Linee Guida non si rivolgono agli emittenti azioni negoziate su un sistema organizzato di negoziazione (OTF), salvo ove specificamente indicato.

Essenzialmente, le Linee Guida si rivolgono agli emittenti azioni negoziate nei seguenti mercati:

- Mercato Telematico Azionario (MTA), mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana S.p.A.,
- AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana S.p.A..

Data la peculiarità delle relative microstrutture, le Linee Guida non si rivolgono agli emittenti azioni negoziate nei sistemi multilaterali di negoziazione Hi-Mtf, Hi-Mtf "Order Driven" e Hi-Mtf RFQ, gestiti da Hi-MTF Sim S.p.A..

1.1.2 Le Linee Guida possono risultare utili agli **intermediari incaricati** dall'emittente di coordinare e/o portare ad esecuzione le operazioni su azioni proprie.

### 1.2. Ambito

1.2.1 Le Linee Guida forniscono indicazioni concernenti la trasparenza, le modalità operative, i limiti e le condizioni alle quali gli emittenti operano, direttamente o indirettamente per il tramite di un **intermediario incaricato**, su azioni proprie, tenendo presenti le finalità sulla base delle quali l'Assemblea degli azionisti autorizza gli acquisti.

1.2.2 Non è oggetto di specifica trattazione il processo societario che porta l'Assemblea ad autorizzare gli acquisti e la relativa disciplina civilistica di cui agli articoli 2357 cod. civ. e seguenti.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE  PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

- 1.2.3 Non è oggetto di trattazione il diritto degli azionisti ad una parità di trattamento, di cui agli articoli 132 TUF e 144-bis RE.
- 1.2.4 Le Linee Guida non si applicano alle operazioni effettuate dagli emittenti indicati al **Punto 1.1** in mercati con sede in altre giurisdizioni.
- 1.2.5 Le Linee Guida assumono che l'emittente operi su azioni proprie in buona fede e segua le indicazioni fornite senza l'intenzione di commettere abusi di mercato (dolo).

Pertanto le Linee Guida consentono all'emittente che segue le indicazioni fornite di ridurre sensibilmente la probabilità di incorrere in abusi in modo colposo.

### **1.3. Finalità**

- 1.3.1 Le Linee Guida hanno l'obiettivo di orientare l'emittente che vuole porre in essere un'operatività su azioni proprie fornendo indicazioni sulle modalità di attuazione in un contesto di mercato integro, cioè seguendo modalità che riducono o eliminano il rischio di incorrere in abusi di mercato, ossia in abusi di informazioni privilegiate e in manipolazioni del mercato di tipo informativo o operativo.
- 1.3.2 Le Linee Guida forniscono quindi un ausilio per gli emittenti nella definizione dei processi e delle procedure aziendali interni relativi all'adozione delle misure operative e all'eventuale delega ad un intermediario incaricato dell'esecuzione dell'operatività.
- 1.3.3 Le Linee Guida non hanno carattere prescrittivo e, se disattese, non implicano di per sé una violazione della disciplina. Per facilitarne il riconoscimento visivo, le disposizioni di MAR e degli atti di livello 2 sono affiancate da un quadrato rosso, mentre le indicazioni della Consob da un triangolo giallo.
- 1.3.4 Le Linee Guida intendono, altresì, offrire, in esito alle richieste degli operatori, alcune indicazioni operative di dettaglio utili alla migliore attuazione della disciplina europea, avuto riguardo alle specificità del quadro istituzionale ed operativo nazionale.
- 1.3.5 Le Linee Guida non introducono alcun costo addizionale, anche di tipo organizzativo, per l'emittente rispetto a quanto stabilito dalla normativa europea.

Le indicazioni fornite nelle Linee Guida investono anche l'organizzazione dell'emittente per adempiere agli obblighi posti da MAR e non escludono che altri criteri o rimedi organizzativi possano consentire all'emittente di rispondere in modo più economico ed appropriato.

L'applicazione delle indicazioni fornite nelle Linee Guida viene adattata alla situazione organizzativa concreta dell'emittente, tenendo conto della dimensione, delle caratteristiche e della complessità delle attività dell'emittente, anche secondo principi di proporzionalità.

Il prototipo offerto nelle Linee Guida non rileva ai fini della definizione dei modelli organizzativi e dei codici di comportamento indicati nell'articolo 6 del decreto legislativo 8

	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

giugno 2001, n. 231, ferma la possibilità per l'emittente o l'associazione rappresentativa di riferimento di avvalersene in tal senso.

1.3.6 Le Linee Guida non intendono alterare le disposizioni europee e le indicazioni fornite dall'ESMA.

Qualora una indicazione fornita dall'ESMA dovesse confliggere con le indicazioni operative delle Linee Guida, queste ultime devono essere considerate recessive.

1.3.7 Linee Guida con finalità analoghe sono state prodotte dalla autorità competente in Francia: *AMF – Guide relatif aux interventions ses émetteurs cotés sur leurs propres titres et aux mesures de stabilisation* (DOC-2017-04).

## 1.4. Aggiornamenti

1.4.1 La Consob si impegna a monitorare l'adeguatezza delle Linee Guida e a introdurre modifiche alle stesse non appena ritenuto opportuno.

## 1.5. Struttura

1.5.1 Le presenti Linee Guida si articolano nelle seguenti ulteriori Sezioni.

Nella **Sezione 2** sono indicate in modo esemplificativo le tipiche finalità sottostanti agli acquisti di azioni proprie ed è segnalata, per ciascuna di esse, la sussistenza o meno di una specifica disciplina regolamentare cui l'emittente può eventualmente conformarsi. La Sezione offre un quadro di sintesi di come si articola la disciplina.

Nella **Sezione 3** sono illustrati per ciascuna delle principali fattispecie di abuso di mercato quali sono i rischi più importanti che l'emittente è chiamato a fronteggiare quando decide di operare su azioni proprie, così da identificare le situazioni e i periodi critici. In particolare, l'analisi individua sei categorie di rischi, quattro relative all'abuso di informazioni privilegiate e due alla manipolazione del mercato.

Nella **Sezione 4** sono delineate indicazioni sulla organizzazione interna dell'emittente, sulle modalità di comunicazione al pubblico e sulle modalità operative, così da consentire all'emittente di ridurre sensibilmente i rischi individuati.

Nella **Sezione 5** sono indicate, in sintesi, le difese rispetto alle sanzioni previste dalla normativa sugli abusi di mercato – esenzioni stabilite dall'[articolo 5 MAR](#) e prassi di mercato ammesse – e le condizioni che le operazioni devono rispettare.

Nella **Sezione 6**, con riferimento alle quattro specifiche finalità per le quali la disciplina in materia di abusi di mercato, conformemente a quanto previsto dall'[articolo 5 MAR](#) e dal [RD 2016/1052](#), offre all'emittente una piena esenzione dai divieti di abuso, sono riepilogati i limiti e le condizioni che consentono all'emittente di beneficiarne.

 CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	<i>Versione Giugno 2019</i>
---	-------------	--	---------------------------------

Nella **Sezione 7** è illustrato il quadro di sintesi che riepiloga per ciascuna delle sei categorie di rischio individuate quali sono gli strumenti normativi, organizzativi ed operativi che consentono all'emittente di ridurre sensibilmente i rischi individuati.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## SEZIONE 2 – FINALITÀ DELL’OPERATIVITÀ SU AZIONI PROPRIE

### 2.1. Evidenze

2.1.1 In generale, gli emittenti decidono di operare su azioni proprie per molteplici finalità, talora non alternative.

A titolo esemplificativo, le finalità possono essere:

- a) consentire la riduzione del capitale sociale (l’acquisto di azioni proprie precede l’annullamento delle azioni),
- b) consentire la conversione di strumenti di debito in azioni,
- c) facilitare l’esecuzione di piani di incentivazione del *management*,
- d) stabilizzare i prezzi delle azioni durante periodi di offerta,
- e) fornire liquidità al mercato,
- f) costituire un c.d. “magazzino titoli”, utile per eventuali future operazioni di finanza straordinaria,
- g) cogliere l’opportunità di effettuare un buon investimento, anche in considerazione del rischio e del rendimento atteso di investimenti alternativi,
- h) impiegare risorse liquide in eccesso,
- i) trasmettere un segnale positivo, di fiducia, al mercato,
- j) ottimizzare la struttura del capitale,
- k) remunerare gli azionisti con modalità alternative alla distribuzione del dividendo,
- l) implementare operazioni di ristrutturazione societaria,
- m) facilitare il disinvestimento o il recesso da parte di specifici azionisti,
- n) effettuare operazioni di speculazione, arbitraggio o copertura, qualora le azioni rientrino in un paniere sottostante a un indice,
- o) eseguire ordini della clientela, qualora l’emittente sia un intermediario.

2.1.2 Le finalità di cui alle lettere a), b), c) e d) sono tutelate dall’[articolo 5 MAR](#) e dal [RD 2016/1052](#), che offrono una piena esenzione dai divieti di abuso di mercato se le condizioni ivi previste sono rispettate [[cfr. Sezione 6](#)].

2.1.3 La finalità di cui alla lettera e) trova in Italia una forma di tutela nella Prassi n. 1.

2.1.4 La finalità di cui alla lettera f), è stata oggetto di tutela ai sensi della Prassi n. 2, adottata con delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009 e cessata, con decorrenza 30 giugno 2019, con delibera Consob n. 20876 del 3 aprile 2019.

Le operazioni su azioni proprie effettuate per le finalità dalla lettera a) alla lettera e) che non dovessero rispettare le condizioni poste dall’articolo 5 MAR, dal RD 2016/1052 e dalla Prassi n. 1, al pari delle operazioni effettuate per le altre finalità, non costituiscono necessariamente abusi di mercato [[cfr. Considerando 12 MAR](#)]. Per stabilire se tali operazioni costituiscono un abuso, occorre un’analisi specifica sulla base delle circostanze che caratterizzano il singolo caso.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

- 2.1.5 Similmente, le operazioni dalla lettera f) alla lettera o) non costituiscono di per sé abusi di mercato. Esse sono lecite e le relative motivazioni sono, di per sé, legittime, tuttavia non beneficiano di specifiche esenzioni o tutele.
- 2.1.6 In conformità alle disposizioni civilistiche, l’operatività su azioni proprie deve essere preceduta da una decisione dell’Assemblea degli azionisti. La decisione indica, tra l’altro le finalità della decisione, quali quelle indicate esemplificativamente al Punto 2.1.1.

Si osserva nella prassi che nelle delibere assembleari sono indicate le finalità della decisione in modo generico, alcune si sovrappongono e non forniscono limiti sui quantitativi delle azioni da acquistare per ciascuna delle finalità indicate.

Non di rado, la delibera assembleare che autorizza l’acquisto di azioni proprie non rappresenta l’annuncio di un “lancio” di un **programma di riacquisto di azioni proprie (Buy-Back)**, come ad esempio indicato nell’articolo 5 MAR, ma la mera riproposizione di una autorizzazione al *management* di operare su azioni proprie entro determinati limiti, senza quindi necessariamente implicare un futuro incremento dello *stock* di azioni in portafoglio.

In tali casi il “lancio” del Buy-Back difficilmente costituisce un effetto sorpresa per il pubblico.

- 2.1.7 Nel prosieguo, salvo ove specificamente indicato, si farà riferimento alla decisione di lanciare un Buy-Back e all’operatività in azioni proprie in modo indistinto.

## 2.2. Sintesi delle tutele offerte da MAR

- 2.2.1. La tabella che segue mostra le finalità dell’operatività in azioni proprie che godono e che non godono di una tutela regolamentare.

L’operatività su azioni proprie al di fuori dei limiti previsti dalle condizioni regolamentari che le tutelano e l’operatività per finalità diverse da quelle oggetto di tutela non è considerata di per sé un abuso di mercato. Tale operatività costituisce un abuso solo se rientra nelle fattispecie delineate negli **articoli 8, 10 e 12 MAR** [cfr. **Considerando 12 MAR**].

Finalità dell’operatività	Tutele regolamentari
“Ridurre il capitale dell’emittente”	Articolo 5 MAR e RD 2016/1052
“Soddisfare gli obblighi derivanti da strumenti di debito che siano convertibili in strumenti azionari”	Articolo 5 MAR e RD 2016/1052

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

<b>Finalità dell'operatività</b>	<b>Tutele regolamentari</b>
“Adempiere agli obblighi derivanti da programmi di opzioni su azioni o altre assegnazioni di azioni ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione o di controllo dell'emittente o di una società collegata”	Articolo 5 MAR e RD 2016/1052
“Stabilizzazione di valori mobiliari”	Articolo 5 MAR e RD 2016/1052
“Sostegno della liquidità del mercato”	Consob - Prassi di mercato ammessa n. 1
Operatività effettuata per le finalità sopra indicate ma senza rispettare le condizioni previste dalle norme citate	-
Altre finalità	-

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## SEZIONE 3 – MAPPATURA DEI RISCHI DI INCORRERE IN ABUSI DI MERCATO

### 3.1. Abusi di mercato

- 3.1.1. Gli abusi di mercato sono comportamenti vietati dalla disciplina con sanzioni di tipo amministrativo [cfr. articoli 14 e 15 MAR] e di tipo penale [cfr. articoli 184 e 185 D. Lgs. n. 58/1998].

Di converso, l'integrità del mercato è assicurata quando nel mercato non si verificano abusi.

Gli abusi di mercato sono tipicamente distinti in abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

### 3.2. Abuso di informazioni privilegiate

- 3.2.1. L'abuso di informazioni privilegiate consiste nell'utilizzo non appropriato di informazioni privilegiate.

In generale, l'informazione è privilegiata se è caratterizzata da quattro elementi: a) ha carattere preciso, b) non è pubblica, c) concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, d) potrebbe avere, se resa pubblica, un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o di strumenti finanziari derivati collegati [articolo 7(1)(a) MAR].

- 3.2.2. Ai fini in argomento, possono rientrare nella nozione di informazione privilegiata non soltanto le informazioni relative al programma dell'emittente di effettuare operazioni su azioni proprie ma anche informazioni di dettaglio sugli ordini volti a dare attuazione al piano dell'emittente.

Informazioni sugli ordini pendenti, cioè ordini conferiti ma non ancora eseguiti, possono, infatti, costituire informazioni privilegiate [articolo 7(1)(d) MAR].

- 3.2.3. Si ha un abuso di informazioni privilegiate quando un soggetto che sa o dovrebbe sapere di essere in possesso di informazioni privilegiate utilizza l'informazione privilegiata effettuando operazioni di acquisto o vendita sul mercato (*insider trading*) [articolo 8(1) MAR].

Rientrano in tale abuso il conferimento di ordini di acquisto o vendita, di ordini di cancellazione o modifica di ordini già conferiti, nonché il tentativo di conferire tali ordini.

- 3.2.4. Si ha un abuso di informazioni privilegiate anche quando un soggetto che sa o dovrebbe sapere di essere in possesso di informazioni privilegiate raccomanda o induce altri soggetti ad effettuare le suddette condotte (*tuyautage*) [articolo 8(2) MAR].

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

3.2.5. Si ha comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando un soggetto che sa o dovrebbe sapere di essere in possesso di informazioni privilegiate comunica le stesse ad un altro soggetto al di fuori del normale esercizio della professione, occupazione o funzione (*tipping*) [articolo 10 MAR].

3.2.6. Si applicano le difese indicate agli articoli 9 e 11 MAR.

### **3.3. Rischi di abuso di informazioni privilegiate**

3.3.1. L'annuncio al pubblico dell'intenzione dell'emittente di lanciare un *Buy-Back*, e, in particolare, della proposta dell'organo amministrativo all'Assemblea degli azionisti, costituisce spesso un'informazione privilegiata, per più motivi: modifica la struttura del capitale dell'emittente, mostra le aspettative dell'emittente sull'investimento in azioni proprie o in investimenti alternativi, esercita una pressione sulla domanda di azioni proprie, ecc..

Analogamente, l'annuncio al pubblico di avviare effettivamente le operazioni in esecuzione dell'autorizzazione dell'Assemblea ed i relativi dati di dettaglio, come ad esempio previsto dall'articolo 5(1)(a) MAR e dell'articolo 2(1) RD 2016/1052, possono costituire informazioni privilegiate.



Rischio n. 1.a): abuso dell'informazione relativa all'intenzione di lanciare un Buy-Back.

Sussiste, infatti, il rischio che l'emittente, i *manager* dell'emittente o, comunque, soggetti in possesso dell'informazione utilizzino in modo improprio l'informazione prima che l'annuncio della proposta dell'organo amministrativo sia resa pubblica (*insider trading*).

Tipicamente, tale rischio:

- si presenta solo nei periodi precedenti tali annunci;
- ha una minore materialità quando, nella sostanza, il lancio del Buy-Back è la mera riproposizione all'Assemblea degli azionisti di una autorizzazione al *management* di operare in azioni proprie per varie finalità.

Il processo interno che porta l'emittente a proporre all'Assemblea degli azionisti il Buy-Back è gestito secondo le indicazioni fornite nella Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate.

3.3.2. L'operatività su azioni proprie potrebbe precedere la pubblicazione da parte dell'emittente di altre informazioni privilegiate. Tale operatività può risultare sospetta, specie quando l'informazione è oggetto di ritardo ai sensi dell'articolo 17(4) MAR o dell'articolo 17(5) MAR.



Rischio n. 1.b): abuso di informazioni privilegiate in relazione ad altre informazioni privilegiate in possesso dell'emittente.

	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	---	-------------------------

Sussiste, appunto, il rischio che l'emittente effettui operazioni di acquisto o vendita di azioni proprie prima della pubblicazione di informazioni privilegiate o quando le stesse sono oggetto di ritardo.

In base al [considerando 25 MAR](#), si presume che tali operazioni costituiscano abusi di informazioni privilegiate. L'emittente può dimostrare che, pur essendo in possesso di tali informazioni privilegiate, in realtà non le abbia utilizzate per effettuare operazioni.

Il processo interno che porta l'emittente ad operare su azioni proprie è gestito secondo le indicazioni fornite nella [Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate](#) e, in aggiunta, tiene conto del rischio sopra indicato.

3.3.3. L'[articolo 19\(11\) MAR](#) prevede un divieto per i *top manager* (c.d. "PDMR") dell'emittente di operare nei 30 giorni precedenti la pubblicazione di relazioni finanziarie annuali o infrannuali (c.d. "*closed period*").

In proposito, la [Q&A ESMA 7.10](#) precisa come tale obbligo non si estenda all'emittente né alle operazioni eventualmente decise per conto dell'emittente da PDMR.

Cionondimeno, l'ESMA nota che: "*any transaction carried out by the issuer during a closed period should be carefully treated, as the issuer remains subject to the prohibition of insider dealing contained in Article 14 of MAR.*"

*Therefore, where the issuer is in possession of inside information relating to its own financial instruments, it will be prevented from trading on them unless it had established, implemented and maintained the internal arrangements and procedures laid down in Article 9(1) of MAR.*

Rimane, comunque, il divieto per l'emittente di operare durante il *closed period* nel caso di Buy-Back effettuato ai sensi dell'[articolo 5 MAR](#) [cfr. [Punto 6.4](#)]



Rischio n. 1.c): abuso di informazioni privilegiate concernenti relazioni finanziarie di periodo.

Sussiste, appunto, il rischio che l'emittente effettui operazioni di acquisto o vendita di azioni proprie prima della pubblicazione di relazioni finanziarie di periodo.

Tipicamente, tale rischio si presenta nei *closed period* e, in particolare, nei giorni immediatamente precedenti la pubblicazione delle relazioni finanziarie di periodo, quando aumentano le attese degli operatori, specie in collegamento con i risultati appena pubblicati da società appartenenti al medesimo settore dell'emittente.

Certamente, il rischio sussiste quando informazioni concernenti relazioni finanziarie di periodo sono oggetto di ritardo ai sensi dell'[articolo 17\(4\) MAR](#) o dell'[articolo 17\(5\) MAR](#).

Anche con riguardo a tale rischio soccorrono le indicazioni fornite nella Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

Inoltre, la delega del coordinamento e dell'esecuzione dell'operatività ad un intermediario specializzato o il lancio di Buy-Back predeterminato (cfr. oltre [Punto 4.3](#) e [Punto 4.4](#)) consentono di ridurre sensibilmente tale rischio.

3.3.4. L'operatività sul mercato da parte dell'emittente costituisce spesso un'informazione materiale principalmente in considerazione delle dimensioni degli ordini che vengono immessi sul mercato di giorno in giorno dall'emittente.

Inoltre anche il *timing*, la continuità e le modalità di esecuzione degli ordini sono suscettibili di influire sul processo di formazione dei prezzi.



#### Rischio n. 2: *front running*

Sussiste il rischio che *manager* dell'emittente o, comunque, soggetti in possesso di informazioni di dettaglio sui singoli ordini utilizzino in modo improprio tali informazioni prima dell'esecuzione degli ordini (*front running*)<sup>1</sup>.

Il processo organizzativo interno che porta all'esecuzione degli ordini e/o all'interazione con l'eventuale intermediario incaricato della gestione dell'operatività tiene conto di tale rischio.

Anche con riguardo a tale rischio soccorrono le indicazioni fornite nella Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate.

Inoltre, la delega del coordinamento e dell'esecuzione dell'operatività ad un intermediario specializzato o il lancio di Buy-Back predeterminato (cfr. oltre [Punto 4.3](#) e [Punto 4.4](#)) consentono di ridurre sensibilmente tale rischio.

Modalità operative non aggressive consentono di ridurre ulteriormente tale rischio in quanto limitano la profittabilità degli schemi di *front running* (cfr. oltre [Punto 4.7](#)).

### **3.4. Manipolazione del mercato**

3.4.1. Il processo di formazione dei prezzi dipende dall'evoluzione delle informazioni pubblicamente disponibili e dalla dinamica degli ordini che vengono immessi sul mercato dagli operatori.

3.4.2.

A seconda della circostanza che la strategia manipolativa sia basata sulla diffusione di informazioni o sull'inserimento, modifica o cancellazione di ordini, si distingue tra

---

<sup>1</sup> Per quanto tipicamente il trarre vantaggio dall'esecuzione di operazioni di persone giuridiche da parte delle persone fisiche incaricate delle decisioni o dell'esecuzione delle operazioni rappresenti un abuso di informazioni privilegiate nella forma del *front running*, l'esperienza di vigilanza ha evidenziato la riconducibilità di alcuni schemi operativi alla manipolazione del mercato.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

manipolazione del mercato di tipo informativo e manipolazione del mercato di tipo operativo. Sono possibili anche strategie miste.

### **3.5. Manipolazione informativa**

3.5.1. Si ha una manipolazione del mercato di tipo informativo quando un soggetto che sa o dovrebbe sapere che un'informazione o una voce (*rumour*) è falsa o fuorviante diffonde la stessa tramite mezzi di informazione, compreso Internet, o qualsiasi altro mezzo, se, in breve, tale informazione è materiale [[articolo 12\(1\)\(c\) MAR](#)].

Un'informazione è materiale in due casi:

- a) se fornisce, o se è idonea a fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario,
- b) se fissa, o se è probabile che fissi, il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari a un livello anormale o artificiale.

### **3.6. Rischio di manipolazione informativa**

3.6.1. Come indicato al [Punto 3.3](#), l'intenzione di lanciare un Buy-Back e i comunicati con i relativi dati di dettaglio possono costituire informazioni materiali.

È, quindi, importante che tali informazioni siano veritiere e non fuorvianti.



#### Rischio n. 3: manipolazione informativa

Sussistono i seguenti rischi:

- a) che *manager* dell'emittente diffondano anticipazioni in merito alla presunta imminente proposta dell'organo amministrativo quando in realtà ciò non risponde al vero, essendo un tentativo di sostenere il prezzo delle azioni;
- b) che l'emittente diffonda informazioni non veritiere sul programma di riacquisto di azioni proprie nelle varie fasi di progettazione e attuazione dello stesso.

Il processo organizzativo interno che porta alla progettazione, all'approvazione e all'esecuzione del programma di acquisto di azioni proprie è quindi gestito secondo le indicazioni fornite nella Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate e, in aggiunta, tiene conto dei rischi sopra indicati (cfr. oltre [Punto 4.2](#)).

I comunicati societari sono pertanto curati in modo che il pubblico non sia fuorviato dagli stessi. In particolare, l'emittente presta attenzione alla tempestività, alla completezza, alla correttezza, alla coerenza e alla chiarezza delle informazioni (cfr. oltre [Punto 4.5](#)).

 <p>CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</p>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

### 3.7. Manipolazione operativa

3.7.1. Si ha una manipolazione del mercato di tipo operativo quando un soggetto conferisce ordini o effettua operazioni di compravendita o pone in essere altre condotte che producono effetti materiali [articolo 12(1)(a) MAR], ossia che:

- a) forniscono, o sono idonee a fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario,
- b) fissano, o è probabile che fissino, il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari a un livello anormale o artificiale,

a meno che il soggetto dimostri di aver agito:

- 1) per motivi legittimi e
- 2) in conformità ad una **prassi di mercato ammessa** ("AMP").

3.7.2. Si ha una manipolazione del mercato di tipo operativo anche quando un soggetto conferisce ordini o effettua operazioni di compravendita o pone in essere altre condotte che utilizzano artifici o ogni altra forma di raggiro o espediente [articolo 12(1)(b) MAR].

3.7.3. Rientrano in tale abuso il conferimento di ordini di acquisto o vendita, di ordini di cancellazione o modifica di ordini già conferiti, nonché il tentativo di conferimento di tali ordini.

### 3.8. Rischio di manipolazione operativa

3.8.1. Come indicato, l'operatività sul mercato da parte dell'emittente costituisce spesso un'informazione materiale in considerazione:

- 1) della natura del soggetto emittente, che, in quanto tale:
  - a. gode di una posizione informativa privilegiata sullo strumento finanziario,
  - b. ha un forte interesse nell'andamento dei prezzi dello strumento finanziario,
  - c. dispone potenzialmente di risorse finanziarie importanti per operare;
- 2) delle caratteristiche degli ordini che l'emittente è chiamato a immettere sul mercato per attuare il Buy-Back, in quanto tali ordini sono talora:
  - a. di dimensione importante rispetto alla liquidità dello strumento finanziario,
  - b. immessi con continuità, producendo effetti persistenti,
  - c. immessi a prezzi sufficientemente elevati da risultare appetibili per gli altri investitori e da ridurre i tempi di esecuzione del Buy-Back,
  - d. soggetti a obblighi di trasparenza *ex ante* ed *ex post*; tali obblighi, pur riducendo le asimmetrie informative presenti nel mercato, possono produrre effetti segnaletici di durata significativa e, quindi, influire sul futuro comportamento di altri operatori.



Rischio n. 4: manipolazione operativa (sostegno del prezzo)

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

Sussiste, principalmente, il rischio che l'emittente con la sua operatività sostenga il prezzo di mercato delle azioni.

Tale condotta è considerata illecita anche nel caso in cui l'emittente la ritenga necessaria per contrastare verosimili condotte manipolative di altri soggetti, ad esempio *hedge fund* che aprono posizioni ribassiste, azionisti rilevanti che hanno interesse a ridurre il prezzo delle azioni per modificare gli assetti di controllo dell'emittente, operatori che operano ad alta frequenza (HFT) facendo aumentare la volatilità delle azioni, ecc..

La condotta si può estrinsecare secondo più modalità manipolative:

- a) *creation of a floor in the price pattern*: immettere ordini di compravendita o concludere operazioni in modo tale da impedire che i prezzi delle azioni scendano al di sotto di un determinato livello, eventualmente utilizzando c.d. *iceberg orders* [Allegato II del RD 2016/522];
- b) *layering*: immettere ordini di compravendita a più livelli di prezzo dal lato degli acquisti per quantitativi ingenti in modo da esercitare una pressione al rialzo [Allegato II del RD 2016/522];
- c) *squeezing*: acquisizione di una posizione dominante sullo strumento finanziario al fine di esercitare, eventualmente in corrispondenza di particolari periodi della vita societaria, un sostanziale controllo dell'andamento delle negoziazioni [articolo 12(2)(a) MAR e Allegato II del RD 2016/522];
- d) *momentum ignition*: immettere ordini di compravendita o concludere operazioni che applicano proposte presenti in vendita nel mercato, "scalando il *book*", in modo da avviare, accentuare o esacerbare un *trend* dei prezzi [Allegato II del RD 2016/522];
- e) *marking the close*: immettere ordini di compravendita o concludere operazioni in modo da influenzare il prezzo di inizio o di fine seduta [articolo 12(2)(b) MAR e Allegato II del RD 2016/522];
- f) *advancing the bid*: immettere ordini di compravendita al livello di *best bid* non appena il precedente *best bid* è applicato da un ordine in vendita [Allegato II del RD 2016/522];
- g) *painting the tape*: immettere ordini o concludere operazioni in modo da fornire l'apparenza di un mercato attivo eventualmente effettuando incroci di ordini di segno opposto (*improper matched orders, wash trades, quote stuffing*) [Allegato II del RD 2016/522].

I rischi da a) a c) possono essere ridotti se l'emittente evita di immettere ordini con continuità giornaliera: laddove le percentuali di azioni che acquista in una seduta dovessero risultare elevate rispetto alla liquidità delle azioni conviene che attenda uno o più giorni prima di inserire ulteriori ordini per quantitativi elevati.

I rischi da d) a f) possono essere ridotti se l'emittente evita di immettere ordini aggressivi.

 CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

Il rischio sub g) può essere ridotto se l'emittente evita di operare con le sopra citate modalità e da ambedue i lati del mercato (salvo nel caso in cui il Buy-Back sia finalizzato a fornire liquidità alle azioni) (cfr. oltre [Punto 4.7](#)).

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato <i>integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	---	-------------------------

## SEZIONE 4 – GESTIONE DEI RISCHI: PROFILI ORGANIZZATIVI E MISURE PREVENTIVE

### 4.1. Approccio al rischio

4.1.1. Al fine di ridurre i rischi di violazione della disciplina in materia di abusi di mercato, l'emittente:



- a) si dota di meccanismi organizzativi e procedurali, coerenti con il sistema di *governance*, destinati ad esplicarsi nell'ambito delle funzioni organizzative interessate dai processi concernenti l'operatività su azioni proprie, eventualmente anche delegando il coordinamento e l'esecuzione delle operazioni ad un **intermediario specializzato**;
- b) adotta una politica di comunicazione al pubblico trasparente sia *ex ante* che *ex post*;
- c) considera la possibilità di ricorrere ad un Buy-Back predeterminato;
- d) nel caso in cui non si avvalga di un intermediario specializzato, adotta modalità operative sufficientemente prudenti.

### 4.2. Misure organizzative interne

4.2.1. Coerentemente con le indicazioni fornite nella Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate, l'emittente gestisce il processo interno che porta alla proposta all'Assemblea degli azionisti del lancio del Buy-Back e alla sua successiva attuazione.



Se l'emittente non delega ad un intermediario specializzato il coordinamento e l'esecuzione delle operazioni (cfr. [Punto 4.3](#)), l'emittente può adottare due diversi modelli organizzativi (cfr. oltre), a seconda che preveda o meno la separazione dei flussi informativi interni.

L'emittente e l'eventuale intermediario incaricato stabiliscono adeguate procedure finalizzate alla pubblicazione e alla notifica alle autorità delle informazioni concernenti il Buy-Back.

A tal fine può essere identificato un responsabile degli obblighi di pubblicazione e di notifica delle informazioni, ferma restando la responsabilità dell'emittente.

L'emittente e l'intermediario incaricato mantengono separata registrazione di tutte le informazioni attinenti agli ordini immessi sulla sede di negoziazione e alle relative operazioni concluse per ciascuna delle finalità del Buy-Back, nonché, nel caso in cui l'attività sia svolta dall'intermediario incaricato, alle movimentazioni di liquidità e di titoli effettuate tra di essi in tale ambito.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

A tal fine l'emittente e l'intermediario incaricato possono utilizzare specifici conti di deposito titoli e/o conti corrente.

Le registrazioni attinenti agli ordini conferiti o immessi nella sede di negoziazione e alle relative operazioni concluse sono conservate per almeno cinque anni.

4.2.2. Il Modello con separazione dei flussi informativi interni (Modello A) è adatto per emittenti che siano intermediari o per emittenti che già dispongano di strutture organizzative complesse.



Per essere efficace e credibile, il Modello A è soggetto a stringenti controlli interni tali da eliminare il dubbio che eventuali comportamenti sospetti siano dovuti a passaggi di informazioni.

Comportamenti sospetti potrebbero essere, infatti, frutto della casualità derivante da decisioni prese da soggetti che operano in modo indipendente. Ad esempio, acquisti effettuati prima della pubblicazione di informazioni positive potrebbero essere dovuti alla circostanza che chi ha deciso le operazioni di acquisto non era a conoscenza della prossima diffusione del comunicato.

Le decisioni di negoziazione sono, quindi, assunte da una specifica funzione in modo pienamente indipendente dagli altri interessi dell'emittente e di soggetti in rapporto di controllo con lo stesso.

Per gestire situazioni di tale genere, il Modello A potrebbe eventualmente prevedere la presenza di una funzione indipendente che monitora al contempo flussi informativi e operatività tramite, ad esempio, *watch list* o *restricted list* e sia eventualmente in grado di intervenire preventivamente interrompendo l'operatività.

4.2.3. Nel caso in cui l'emittente sia un intermediario, l'unità organizzativa preposta allo svolgimento dell'operatività su azioni proprie decide le operazioni in modo indipendente dagli interessi connessi ai servizi e alle attività di investimento svolti e, in particolare, dagli ordini di negoziazione che l'intermediario:



- riceve dai clienti,
- dispone per conto dei clienti (compresi gli eventuali ordini di negoziazione non riguardanti i rapporti disciplinati dall'attività su azioni proprie),
- dispone per i conti propri,
- dispone nell'ambito dell'attività di *specialist*,

e viceversa.

4.2.4. Il Modello senza separazione dei flussi informativi interni (Modello B) responsabilizza la funzione organizzativa che decide il coordinamento e l'esecuzione dell'operatività, in quanto si presume che eventuali comportamenti sospetti siano correlati alla piena conoscenza di eventuali informazioni privilegiate.



	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

Il Modello B richiede, quindi, che la funzione organizzativa che decide il coordinamento e l'esecuzione dell'operatività sia resa edotta dei rischi concernenti l'abuso di informazioni privilegiate, così da poter decidere in modo appropriato la tempistica e le modalità di esecuzione delle operazioni.

4.2.5.  Per l'efficace attuazione di ambedue i Modelli, l'emittente dispone di risorse per le attività di *compliance* e di *auditing* utili a monitorare e assicurare in qualsiasi momento la conformità del proprio comportamento alla disciplina sugli abusi di mercato.

4.2.6. I Modelli A e B, unitamente al modello offerto nelle Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate, consentono all'emittente di ridurre sensibilmente i Rischi:

- n. 1.a (*insider trading* sull'informazione relativa al lancio del Buy-Back)
- n. 1.b (*insider trading* su altre informazioni privilegiate)
- n. 1.c (*insider trading* su informazioni concernenti relazioni finanziarie di periodo)
- n. 2 (*front running*)
- n. 3 (manipolazione informativa)
- n. 4 (manipolazione operativa).

### **4.3. Delega del coordinamento e dell'esecuzione delle operazioni ad un intermediario**

4.3.1.  L'emittente può delegare ad un **intermediario specializzato** l'incarico di coordinare ed eseguire le operazioni su azioni proprie.

L'incarico consente all'emittente di disporre di garanzie di professionalità nella gestione delle operazioni e di tenuta delle conseguenti registrazioni.

4.3.2.  L'intermediario incaricato non è in rapporto di controllo con l'emittente ed è membro della sede di negoziazione in cui è svolta l'operatività e immette direttamente gli ordini nel mercato.

4.3.3.  Il rapporto tra l'emittente e l'intermediario incaricato è formalizzato in un contratto, in forma scritta, al quale è data pubblicità.

4.3.4.  L'intermediario incaricato non riceve informazioni privilegiate dall'emittente salvo quelle necessarie per curare il coordinamento e l'esecuzione delle operazioni.

4.3.5.  L'intermediario incaricato fornisce all'emittente informazioni sull'operatività effettuata solo al termine della seduta in cui effettua le operazioni.

4.3.6.  L'intermediario incaricato può operare sulle azioni proprie anche secondo il modello c.d. *riskless principal*, ove l'intermediario si pone formalmente come controparte di venditori sulla sede di negoziazione (acquistando gli strumenti finanziari "in proprio") per poi "girarli" (fuori mercato) all'emittente.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

In tal caso, il trasferimento dei titoli al conto dell'emittente avviene contestualmente al medesimo prezzo delle operazioni effettuate sul mercato dall'intermediario in nome proprio ma nell'interesse dell'emittente.

4.3.7. La delega del coordinamento e dell'esecuzione del Buy-Back ad un intermediario incaricato consente all'emittente di ridurre sensibilmente i Rischi:

- n. 1.b (*insider trading* su altre informazioni privilegiate)
- n. 1.c (*insider trading* su informazioni concernenti relazioni finanziarie di periodo)
- n. 2 (*front running*)
- n. 4 (manipolazione operativa).

#### **4.4. Buy-Back predeterminato**

4.4.1. L'emittente può attuare il programma di riacquisto di azioni proprie secondo modalità predeterminate similmente a quanto previsto dall'[articolo 1\(a\) del RD 2016/1052](#).



In tal caso l'emittente prima di eseguire le operazioni comunica al pubblico:

- ciascuna data in cui intende immettere gli ordini
- la sede di negoziazione in cui intende immettere gli ordini
- la fase di negoziazione in cui intende immettere gli ordini (se negoziazione continua o asta)
- i quantitativi degli ordini che intende immettere in ciascuna data
- il prezzo (massimo) che intende offrire.

Al termine di ciascuna data l'emittente rende pubblica la quantità che ha acquistato ed il prezzo medio degli acquisti.

4.4.2. L'utilizzo del Buy-Back predeterminato è particolarmente adatto nei casi in cui il quantitativo che l'emittente intende acquisire è elevato rispetto alla liquidità delle azioni, anche in considerazione della (breve) durata del programma.

4.4.3. Il Buy-Back predeterminato consente all'emittente di ridurre sensibilmente i Rischi:

- n. 1.b (*insider trading* su altre informazioni privilegiate)
- n. 1.c (*insider trading* su informazioni concernenti relazioni finanziarie di periodo)
- n. 2 (*front running*)
- n. 4 (manipolazione operativa).

#### **4.5. Trasparenza iniziale**

4.5.1. Dopo l'autorizzazione da parte dell'Assemblea degli azionisti e prima di eseguire il programma di acquisto, l'emittente comunica al pubblico, in analogia a quanto previsto da dell'[articolo 2\(1\) del RD 2016/1052](#):



- a) le specifiche finalità del programma di acquisto di azioni proprie,

 <p>CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</p>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

- b) il controvalore massimo destinato a ciascuna finalità,
- c) il numero massimo di azioni da acquistare per ciascuna finalità,
- d) la durata del programma, eventualmente per ciascuna finalità,
- e) la possibilità che nell'ambito del programma siano effettuate operazioni di vendita e le relative motivazioni,
- f) le sedi di negoziazione in cui verranno effettuate le operazioni, così da favorire l'equo trattamento degli azionisti;
- g) l'eventuale intermediario incaricato di coordinare ed eseguire le operazioni.

4.5.2. Una tempestiva, completa, chiara e coerente trasparenza iniziale consente all'emittente di ridurre sensibilmente il Rischio:

- n. 3 (manipolazione informativa).

#### 4.6. Trasparenza on-going ed ex post

4.6.1.  L'emittente comunica immediatamente al pubblico le eventuali variazioni rispetto a quanto indicato nel comunicato che precede l'inizio delle negoziazioni.

4.6.2.  L'emittente comunica al pubblico le informazioni sulle operazioni effettuate nel mese precedente attenendosi alle indicazioni presenti nell'[Allegato 3F RE](#).

4.6.3.  L'emittente comunica al pubblico di aver terminato il Buy-Back entro le 7 sedute di negoziazione successive al completamento degli acquisti.

4.6.4. Una tempestiva, completa, chiara e coerente trasparenza *on-going ed ex post* riduce sensibilmente i Rischi:

- n. 1.a (*insider trading* su informazioni relative al Buy-Back)
- n. 3 (manipolazione informativa)
- n. 4 (manipolazione operativa).

#### 4.7. Condizioni operative

4.7.1.  Per evitare di incorrere nella manipolazione operativa (Rischio n. 4) e, in particolare, di sostenere il prezzo di mercato delle azioni, l'emittente o l'intermediario incaricato operano con modalità che riducono la probabilità di:

- interferire in modo significativo sulla libera interazione di domanda e offerta, e
- incidere in modo significativo sul processo di formazione dei prezzi

L'emittente o l'intermediario incaricato curano l'esecuzione delle operazioni seguendo opportuni accorgimenti sulle modalità di immissione ed esecuzione degli ordini, illustrati di seguito in via meramente esemplificativa e non esaustiva.

Tali accorgimenti riguardano, primariamente, scelte attinenti a:

- la dimensione degli ordini,

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

- la continuità di immissione degli stessi,
- l'aggressività dei prezzi,
- la tempistica di esecuzione e
- la linearità/semplificata degli schemi operativi.



#### **A. Dimensione degli ordini**

4.7.2. Una elevata dimensione degli ordini caratterizza più modalità manipolative: *creation of a floor in the price pattern, layering, squeezing, momentum ignition, marking the close e painting the tape*.

Pertanto, l'emittente o l'intermediario incaricato immettono gli ordini per quantitativi non particolarmente elevati rispetto a quelli presenti nel *book* al momento dell'immissione o a quelli mediamente immessi sullo strumento finanziario in questione.

4.7.3. I quantitativi degli ordini immessi nella giornata sono tali da non raggiungere nella medesima giornata contratti complessivi per percentuali molto elevate.

4.7.4. In generale, percentuali fisiologiche per gli investitori istituzionali, e quindi anche per gli emittenti, possono essere quelle del 5% nel caso di titoli liquidi e del 20% nel caso di titoli illiquidi, specie se le operazioni sono distribuite omogeneamente nel corso della seduta.

Nel caso di titoli estremamente illiquidi, acquisti complessivi nella seduta per un controvalore di soli €20.000 possono inevitabilmente condurre a percentuali più elevate. In tal caso, l'emittente evita di operare senza soluzione di continuità (cfr. oltre).

Se una minore frequenza dell'attività di acquisto dovesse mettere a rischio la possibilità di completare il Buy-Back, l'emittente considera forme alternative di attuazione del programma, quali il Buy-Back predeterminato.

4.7.5. Le percentuali sopra indicate hanno mera valenza orientativa, non costituiscono una esenzione o una prassi di mercato.

Al contrario, in situazioni di elevata turbolenza e volatilità dei prezzi e degli scambi, acquisti per percentuali più elevate potrebbero favorire la regolarità delle negoziazioni e il processo di *price discovery*.



#### **B. Continuità**

4.7.6. Un'operatività che evolve nel tempo senza soluzione di continuità, specie da un solo lato del mercato, caratterizza più modalità manipolative: *creation of a floor in the price pattern, advancing the bid e painting the tape*.

4.7.7. Pertanto, l'emittente o l'intermediario incaricato si astengono dall'operare con una pressione continua tale da soffocare la libera interazione di domanda e offerta.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

- 4.7.8. Se gli acquisti in una seduta dovessero rappresentare una percentuale elevata del totale degli scambi, l'emittente o l'intermediario incaricato evitano di operare nelle sedute immediatamente successive. La sospensione dell'operatività consente che si esaurisca l'eventuale effetto segnaletico prodotto da quegli acquisti sul processo di formazione dei prezzi e permette agli altri operatori di ricercare autonomamente il valore di equilibrio delle azioni.



### **C. Aggressività degli ordini**

- 4.7.9. Condizioni aggressive dei prezzi degli ordini, specie se associate a quantità elevate e ad un'attività persistente nel tempo, caratterizzano più modalità manipolative: *creation of a floor in the price pattern, momentum ignition, marking the close e advancing the bid*.
- 4.7.10. L'emittente o l'intermediario incaricato si astengono quindi dall'operare con aggressività, tale da provocare repentine variazioni di prezzo.
- 4.7.11. Nella fase di negoziazione continua gli ordini di acquisto sono inseriti a prezzi inferiori alla migliore proposta in acquisto (*bid*) e per quantitativi non particolarmente elevati rispetto a quelli degli altri ordini presenti dal lato degli acquisti.

Pertanto, gli ordini immessi evitano di applicare ordini presenti sul lato opposto del mercato e di "scalare il *book*", cioè raggiungere i prezzi associati agli ordini in vendita più elevati rispetto al *best ask*, provocando la conclusione di una serie di contratti a prezzi crescenti.

- 4.7.12. L'emittente o l'intermediario incaricato evitano di operare in fase di asta.

Qualora operino, ad esempio perché le azioni sono negoziate solo con tale modalità, gli ordini di acquisto sono inseriti a prezzi inferiori o uguali al prezzo teorico ovvero, qualora quest'ultimo non si sia ancora formato, al prezzo dell'ultimo scambio, e con una tempistica distante dal momento in cui l'asta ha termine, in modo da consentire agli altri partecipanti di reagire per tempo.

Analogamente, eventuali modifiche e cancellazioni degli ordini già inseriti non avvengono in prossimità del momento in cui ha termine l'asta.



### **D. Tempistica**

- 4.7.13. L'operatività precedente, contestuale o successiva la pubblicazione di comunicati societari caratterizza modalità manipolative e/o di abuso di informazioni privilegiate.
- 4.7.14. Tipico è il caso dell'operatività in prossimità della pubblicazione di relazioni finanziarie di periodo. L'operatività potrebbe, infatti, indirizzare le aspettative degli investitori o apparire come una forma di *insider trading*.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

- 4.7.15. Similmente, l'operatività precedente, contestuale o successiva l'esecuzione di altre operazioni societarie si presta ad alterare l'evoluzione delle stesse.

Ad esempio, nel caso di IPO di altri strumenti finanziari dell'emittente o nel caso di OPA lanciate da soggetti terzi sulle stesse azioni.

- 4.7.16. Inoltre, la tempistica di immissione degli ordini in periodi di rilievo per il calcolo della valutazione di diritti o di altri strumenti finanziari collegati caratterizza alcune modalità manipolative, specie in corrispondenza a specifici interessi dell'emittente o di soggetti che rientrano nel gruppo di appartenenza dell'emittente.

L'emittente e, in alcune situazioni, anche l'intermediario incaricato evitano di operare in tali periodi.

- 4.7.17. Analogamente, l'operatività in prossimità del giorno di scadenza di strumenti finanziari derivati (tipicamente il terzo venerdì del mese) rischia di incidere in modo significativo sulle posizioni aperte da molti investitori. È, quindi, preferibile evitare di operare in tali sedute.



**E. Linearità e semplicità operativa**

- 4.7.18. Un'operatività bidirezionale (in acquisto e in vendita) e disordinata sulle azioni caratterizza alcune modalità manipolative: *painting the tape, quote stuffing, improper matched orders* e *wash trades*.

L'emittente e l'intermediario incaricato si astengono dall'operare in maniera tale da fornire una apparenza di mercato attivo e/o una confusa rappresentazione dell'andamento delle negoziazioni.

- 4.7.19. L'operatività bidirezionale appare appropriata solo in alcuni casi, ad esempio quando il Buy-Back è finalizzato a fornire liquidità al mercato o quando l'emittente vuole ridurre il prezzo medio di carico degli acquisti.

In tale ultima circostanza l'emittente e l'intermediario incaricato tengono evidenza della logica sottostante i cambi di direzionalità intragiornaliera degli ordini immessi nel mercato.

- 4.7.20. Inoltre, l'emittente e l'intermediario incaricato evitano di operare con controparti predeterminate, in modo da assicurare il principio di equo trattamento degli azionisti.

**Conclusioni**

- 4.7.21. Un'operatività ordinata, non aggressiva e non pressante riduce sensibilmente il Rischio n. 4, cioè il rischio di manipolazione operativa nella forma del sostegno dei prezzi, nelle varie modalità di:

- n. 4.a (*creation of a floor in the price pattern*)

 <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

- n. 4.b     *(layering)*
- n. 4.c     *(squeezing)*
- n. 4.d     *(momentum ignition)*
- n. 4.e     *(marking the close)*
- n. 4.f     *(advancing the bid)*
- n. 4.g     *(painting the tape / improper matched orders / wash trades / quote stuffing).*

Inoltre, un'operatività non aggressiva riduce sensibilmente il Rischio n. 2, cioè il *front running*, in quanto gli ordini risulterebbero meno materiali e la profittabilità degli schemi di *front running* risulterebbe meno attrattiva.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## SEZIONE 5 – TUTELE REGOLAMENTARI: SINTESI

### 5.1. Difese previste dalla disciplina sugli abusi di mercato

5.1.1. MAR prevede due tipologie di difesa rispetto alle sanzioni stabilite dalla normativa sugli abusi di mercato, a condizione che le operazioni siano effettuate rispettando alcune condizioni.

### 5.2. Safe harbour

5.2.1. La prima difesa è costituita dalle c.d. *safe harbour*, che forniscono una piena esenzione per tutti gli illeciti di abuso di mercato: tutte le forme di manipolazione del mercato, informativa e operativa, l'abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate.

Tali *safe harbour* considerano presuntivamente legittimi i comportamenti che rispettano le condizioni stabilite dall'[articolo 5 MAR](#) e dal [RD 2016/1052](#) e riguardano:

- 1) le operazioni su azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie per tre specifiche finalità, e
- 2) le operazioni di stabilizzazione effettuate in occasione dei collocamenti di strumenti finanziari.

Le operazioni su azioni proprie effettuate nell'ambito delle *safe harbour* non costituiscono abusi di mercato, salvo nel caso in cui non siano state rispettate le suddette condizioni.

In tal caso, le condotte non costituiscono necessariamente abusi di mercato, ma devono essere valutate caso per caso, al pari delle altre condotte effettuate sui mercati [[cfr. Considerando 12 MAR](#)].

### 5.3. Prassi di mercato ammesse (“AMP”)

5.3.1. La seconda tipologia di difesa attiene alle AMP, che si applicano soltanto ad alcuni illeciti di manipolazione del mercato di tipo operativo, c.d. *trade-based manipulation*, previsti dall'[articolo 12\(1\)\(a\) MAR](#), e necessitano preliminarmente di un provvedimento di ammissione da parte delle autorità di vigilanza nazionali.

A differenza delle *safe harbour*, per le quali le condizioni sono fissate da MAR e dal RD 2016/1052, per le AMP le condizioni sono stabilite dall'[autorità nazionale competente \(“NCA”\)](#) con il provvedimento di ammissione, seppur nel rispetto di condizioni previste da MAR e dal RD 2016/908.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

Per beneficiare delle tutele previste per le AMP, oltre al rispetto delle condizioni stabilite dalle NCA, è necessario dimostrare di aver operato per “legittimi motivi” (cfr. [Sezione 3](#)).

In sintesi, le operazioni su azioni proprie effettuate nell’ambito delle AMP non possono essere considerate illecite sotto il profilo della manipolazione del mercato di tipo operativo di cui dall’[articolo 12\(1\)\(a\) MAR](#) salvo che la NCA dimostri il mancato rispetto delle condizioni previste dalla AMP o l’insussistenza di “legittimi motivi” a fondamento dell’operatività (cfr. [Punto 3.7](#)).

5.3.2. Per quanto riguarda le AMP, con delibera n. 20876 del 3 aprile 2019 la Consob ha disposto la cessazione, con decorrenza degli effetti dal 30 giugno 2019, della Prassi n. 2. Di conseguenza, a partire da tale data gli emittenti non beneficiano più di tale AMP.

È, invece, in vigore la Prassi n. 1 relativa al sostegno della liquidità del mercato. Al riguardo, la Consob sta esaminando con l’ESMA e le altre NCA alcune modifiche della medesima AMP.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## SEZIONE 6 – TUTELE REGOLAMENTARI: LE *SAFE HARBOUR*

### 6.1. Buy-Back

6.1.1. Per beneficiare della *safe harbour* riguardante le operazioni effettuate nell'ambito di un Buy-Back, quest'ultimo deve perseguire almeno una delle tre finalità indicate all'[articolo 5\(2\) MAR](#), ovverosia:



- ridurre il capitale dell'emittente;
- soddisfare gli obblighi derivanti da strumenti di debito convertibili in strumenti azionari;
- adempiere agli obblighi derivanti da programmi di assegnazione di opzioni su azioni o assegnazioni di azioni ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione o di controllo dell'emittente o di una società collegata.



Poiché l'emittente può effettuare in uno stesso periodo operazioni per più finalità, l'emittente registra in modo separato tutte le informazioni attinenti agli ordini conferiti o immessi nella sede di negoziazione e alle relative operazioni concluse nell'ambito di ciascuna delle tre finalità.



L'emittente utilizza uno specifico conto di deposito titoli per ciascuna finalità.



Le registrazioni sono conservate per almeno cinque anni.



Se, dopo aver avviato un programma di acquisto di azioni proprie per una delle tre finalità indicate, l'emittente non fosse nelle condizioni di perseguire la finalità indicata l'emittente perde il beneficio della *safe harbour* anche con riguardo alle operazioni già concluse.



L'emittente beneficia comunque della *safe harbour* se invece le azioni acquistate sono destinate ad una delle altre due finalità ricomprese nel medesimo articolo 5(2) MAR.



In tali scenari, l'emittente fornisce un'informativa al pubblico con le modalità previste nel [Punto 6.2.1.](#)



Se la modifica della finalità costituisce un'informazione privilegiata, tale circostanza è resa pubblica ai sensi dell'articolo 17(1) MAR.

### 6.2. Trasparenza

6.2.1. L'emittente comunica al pubblico prima dell'avvio dell'operatività tutti i dettagli del programma.



In particolare, con le modalità previste dall'[articolo 1\(b\) RD 2016/1052](#), l'emittente comunica al pubblico:

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

- a) le finalità del programma di riacquisto di azioni proprie;
- b) il controvalore massimo allocato al programma;
- c) il numero massimo di azioni da acquistare;
- d) il periodo per il quale è stata concessa l'autorizzazione per il programma.

Tale comunicazione non è costituita dal comunicato che informa della delibera dell'organo amministrativo di proporre all'Assemblea degli azionisti l'approvazione di un programma di acquisto di azioni proprie e non è altresì costituita dalla successiva delibera assembleare di approvazione.

 L'emittente comunica al pubblico, con le medesime modalità, le eventuali modifiche apportate successivamente al programma e alle informazioni già pubblicate [[articolo 2\(1\) RD 2016/1052](#)].

6.2.2. L'emittente può effettuare un c.d. "programma di riacquisto di azioni proprie predeterminato", ovvero sia un programma di riacquisto di azioni proprie nel quale sono contenuti nel comunicato al pubblico i dettagli riguardanti le date e i quantitativi delle operazioni previste nel corso del periodo di durata dello stesso.



In tale caso, considerato che il pubblico è a conoscenza anticipatamente di informazioni dettagliate in merito alle operazioni in programma, non si applicano le restrizioni all'operatività indicate nel punto 6.4.

6.2.3. Una volta eseguite, entro sette giorni di apertura della sede di negoziazione, l'emittente pubblica le informazioni relative alle operazioni su azioni proprie effettuate nell'ambito del programma di riacquisto in forma dettagliata, con i dettagli di cui all'[articolo 25\(1\) e \(2\)](#), e all'[articolo 26 \(1\), \(2\) e \(3\) del regolamento \(UE\) n. 600/2014](#) ("MIFIR"), e in forma aggregata, con indicazione dei volumi complessivi e del prezzo medio per seduta e sede di negoziazione. Le informazioni sono pubblicate con le modalità previste per la pubblicazione del programma di riacquisto di azioni proprie e sul sito web e sono mantenute a disposizione del pubblico per un periodo di almeno cinque anni [[articolo 2\(3\) RD 2016/1052](#)].



6.2.4. L'emittente segnala altresì le suddette informazioni, in forma dettagliata e aggregata, all'autorità competente del luogo della sede di negoziazione in cui le azioni sono state ammesse alla negoziazione o sono negoziate, entro la fine della settima giornata di apertura della sede di negoziazione successiva [[articolo 2\(2\) RD 2016/1052](#)].



### 6.3. Condizioni operative

6.3.1. Per beneficiare della *safe harbour* le operazioni di acquisto di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto rispettano le seguenti condizioni operative.

6.3.2. Le operazioni sono eseguite nella sede di negoziazione in cui le azioni sono ammesse alla negoziazione o negoziate e non fuori mercato [[articolo 3\(1\)\(a\) RD 2016/1052](#)].



	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

Secondo quanto indicato dal considerando 4 del RD 2016/1052 “*le operazioni negoziate che non contribuiscono alla formazione dei prezzi potrebbero essere utilizzate ai fini dei programmi di riacquisto di azioni proprie e beneficiare dell'esenzione, purché siano soddisfatte tutte le condizioni di cui al regolamento (UE) n. 596/2014 e al presente regolamento*”.

Rientrano in tale casistica, ad esempio, i contratti conclusi sul MTA con le modalità indicate all'articolo 4.3.6 (operazioni concordate) del Regolamento dei Mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. e i contratti conclusi su AIM Italia con le modalità indicate all'articolo 2050 del Regolamento degli operatori e delle negoziazioni.

- 6.3.3.  Se le azioni sono negoziate in modalità continua gli ordini sono immessi solo in tale fase e non nel corso di una fase d'asta.

Qualora entrino in fase d'asta ordini immessi prima dell'inizio della stessa, tali ordini non sono modificati o cancellati [articolo 3(1)(b) RD 2016/1052].

- 6.3.4. Se le azioni sono negoziate esclusivamente mediante asta, gli ordini sono immessi o modificati in modo che gli altri partecipanti al mercato abbiano il tempo sufficiente per reagire [articolo 3(1)(c) RD 2016/1052].



A tale ultimo riguardo, l'emittente tiene conto delle condizioni di mercato, quali, ad esempio, la liquidità delle azioni, il numero di proposte di negoziazione presenti nel *book* e le quantità associate a tali proposte, nonché delle regole di formazione del prezzo, comprese le relative tempistiche.

In particolare, la condizione di lasciare agli altri partecipanti al mercato il tempo sufficiente per reagire è tendenzialmente soddisfatta laddove l'immissione e la modifica degli ordini di acquisto avvenga all'inizio della fase d'asta, a prescindere dalla liquidità delle azioni, mentre difficilmente potrebbe considerarsi tale laddove l'immissione e la modifica degli ordini avvenga pochi istanti prima del termine dell'asta. Ciò anche con riguardo ad azioni liquide.

- 6.3.5. Le citate restrizioni sulla modifica degli ordini si applicano anche alla cancellazione degli stessi.

- 6.3.6.  A prescindere dalla microstruttura delle sedi di negoziazione gli emittenti devono rispettare limiti riguardanti i prezzi e i volumi. In particolare, non è consentito:

- acquistare azioni ad un prezzo superiore al prezzo più elevato tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo dell'ordine di acquisto indipendente più elevato nella sede di negoziazione [articolo 3(2) RD 2016/1052], e
- acquistare giornalmente un quantitativo superiore al 25% del volume medio giornaliero nella sede di negoziazione; tale volume è calcolato sulla base degli scambi del mese precedente la comunicazione del programma di riacquisto di azioni proprie ovvero dei 20 giorni precedenti le operazioni, a seconda che sia o meno indicato nel programma [articolo 3(3) RD 2016/1052].

	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------



Sono “indipendenti” le operazioni e gli ordini di acquisto che hanno avuto origine o sono state eseguiti senza alcuna influenza o contributo dell’emittente e senza alcuna conoscenza degli ordini e delle operazioni poste in essere dall’emittente ai fini del Buy-Back.



Con riguardo al possesso o alla possibilità di disporre di informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l’emittente, anche laddove l’operatività su azioni proprie sia posta in essere direttamente, l’emittente individua presidi in ragione dei quali l’unità organizzativa preposta a tale attività non riceva né abbia la possibilità di ricevere informazioni privilegiate.



Nel caso in cui le azioni siano negoziate su più sedi di negoziazione, ai fini del rispetto dei limiti sopra indicati l’emittente considera i soli prezzi e volumi della sede di negoziazione in cui l’operatività su azioni proprie è posta in essere.

## 6.4. Restrizioni

6.4.1. Il Buy-Back è soggetto ad alcune restrizioni previste dall’[articolo 4\(1\) RD 2016/1052](#).



In particolare, nel corso del Buy-Back non sono consentite:

- a) la vendita di azioni proprie;
- b) l’operatività nel “*closed period*” di 30 giorni di calendario precedenti l’annuncio di rapporti finanziari intermedi o annuali di cui all’[articolo 19\(11\) MAR](#);
- c) l’operatività nel caso in cui l’emittente abbia deciso di ritardare la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate ai sensi degli [articoli 17\(4\) o 17\(5\) MAR](#).



La violazione di tali restrizioni comporta la perdita del beneficio del *safe harbour* per tutte le operazioni eseguite nell’ambito del programma di riacquisto di azioni proprie.

6.4.2. Le restrizioni all’operatività non sono applicabili a) nel caso in cui l’emittente abbia in corso un Buy-Back predeterminato e b) nel caso in cui il Buy-Back sia coordinato da un intermediario che prende le decisioni di negoziazione in merito ai tempi in cui effettuare gli acquisti in piena indipendenza [[articolo 4\(2\) RD 2016/1052](#)].



6.4.3. Le restrizioni non sono applicabili nei casi in cui l’emittente sia un’impresa di investimento o un ente creditizio che ha stabilito e attuato e che mantiene procedure e meccanismi interni adeguati ed efficaci per prevenire la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, ivi comprese le decisioni di acquisizione nel quadro del programma di riacquisto di azioni proprie, tra le persone aventi accesso alle stesse e i responsabili delle decisioni di negoziazione delle azioni proprie, anche per conto della clientela [[articoli 4\(3\) e 4\(4\) RD 2016/1052](#)].



 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## 6.5. Attività di stabilizzazione

6.5.1.  In occasione di offerte sul mercato primario o secondario, in periodi temporali delimitati, le operazioni di acquisto di azioni proprie effettuate al fine di stabilizzarne i prezzi godono di un regime di piena esenzione [\[articolo 5\(4\) MAR\]](#).

6.5.2.  Per quanto riguarda il processo di pubblicazione, prima dell'inizio dell'offerta di valori mobiliari ovvero prima dell'avvio dell'operatività il responsabile degli obblighi di comunicazione<sup>2</sup> pubblica, con le medesime modalità previste il Buy-Back, le seguenti informazioni:

- a) avvertenze riguardanti la possibilità che la stabilizzazione non venga attuata o cessi in qualsiasi momento e che le operazioni effettuate in tale ambito hanno l'obiettivo di sostenere il prezzo di mercato dei valori mobiliari;
- b) il periodo nel corso del quale la stabilizzazione potrebbe essere effettuata;
- c) l'identità del soggetto che effettua la stabilizzazione;
- d) il luogo in cui la stabilizzazione può essere effettuata, includendo, se del caso, la denominazione delle sedi di negoziazione;
- e) l'esistenza della c.d. facoltà di sovrallocazione e della c.d. opzione *greenshoe*, il numero massimo di valori mobiliari coperti da tali facoltà e opzioni, le condizioni per il loro esercizio, nonché, per l'opzione *greenshoe*, il periodo durante il quale può essere esercitata [\[articolo 6\(1\) RD 2016/1052\]](#).

6.5.3.  Una volta eseguite, le operazioni ai fini di stabilizzazione, in maniera analoga a quanto previsto per il Buy-Back, devono essere segnalate all'autorità competente del luogo della sede di negoziazione in cui i valori mobiliari sono stati ammessi alla negoziazione o sono negoziati, entro la fine del settimo giorno di apertura della sede di negoziazione successivo. Nel caso in cui la stabilizzazione sia effettuata su strumenti collegati, la notifica deve essere effettuata all'autorità competente di tale sede di negoziazione.

L'obbligo di notifica delle operazioni è posto in capo agli emittenti, agli offerenti o ai soggetti che, agendo o meno per conto di tali persone, effettuano operazioni di stabilizzazione. A tal fine il soggetto che effettua la stabilizzazione deve registrare le operazioni con i dettagli di cui all'[articolo 25\(1\)](#), e all'[articolo 26\(1\)\(2\)\(3\)](#), MIFIR [\[articolo 6\(2\) RD 2016/1052\]](#).

6.5.4.  Una volta terminata la stabilizzazione, entro una settimana dalla fine del periodo in cui si è svolta, il responsabile degli obblighi di comunicazione fornisce al pubblico conferma della stabilizzazione e, in caso affermativo, le seguenti informazioni:

- a) la data di inizio e la data dell'ultima delle operazioni di stabilizzazione;
- b) per ogni giorno in cui la stabilizzazione si è svolta, i prezzi minimi e massimi delle operazioni;
- c) se del caso, la/le sede/i di negoziazione nelle quali le operazioni sono state effettuate [\[articolo 6\(3\) RD 2016/1052\]](#).

<sup>2</sup> Il RD 2016/1052 prevede la designazione, tra l'emittente, l'offerente, il soggetto che effettua la stabilizzazione e le persone che agiscono per loro conto, di un responsabile degli obblighi di comunicazione.

 CONSOB COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	Versione Giugno 2019
---	-------------	--	-------------------------

- 6.5.5.  Per quanto riguarda le condizioni operative, anche alla negoziazione di azioni a fini di stabilizzazione, così come di altri valori mobiliari e di strumenti collegati, si applicano limiti concernenti i prezzi, mentre non sono previsti limiti con riguardo alle quantità.

In particolare, in caso di offerte di azioni o di altri valori mobiliari equivalenti, le operazioni di stabilizzazione non devono in nessun caso effettuate ad un prezzo superiore al prezzo di offerta [[articolo 7 RD 2016/1052](#)].

## SEZIONE 7 – SINTESI DELLE MODALITÀ DI GESTIONE DEL RISCHIO

Matrice A

<b>RISCHI</b>  <b>MISURE REGOLAMENTARI, ORGANIZZATIVE ED OPERATIVE CHE MITIGANO I RISCHI</b>	<b>Rischio n. 1.a: Insider trading su lancio Buy-Back</b>	<b>Rischio n. 1.b: Insider trading su Informazioni privilegiate varie</b>	<b>Rischio n. 1.c: Insider trading su Informazioni privilegiate concernenti relazioni finanziarie di periodo</b>	<b>Rischio n. 2: Front running</b>	<b>Rischio n. 3: Manipolazione informativa</b>	<b>Rischio n. 4: Manipolazione operativa</b>
<b>Rispetto delle condizioni previste per le finalità di:</b> - riduzione del capitale - conversione <i>bond</i> in azioni - piani di incentivazione stabilizzazione	X	X	X	X	X	X
<b>Rispetto delle condizioni previste dalla AMP n. 1 per la finalità di:</b> - sostegno della liquidità						X
<b>Misure organizzative interne</b>	X	X	X	X	X	X
<b>Delega ad un intermediario</b>		X	X	X		X
<b>Buy-Back predeterminato</b>		X	X	X		X
<b>Trasparenza iniziale</b>					X	
<b>Trasparenza <i>on-going</i> ed <i>ex post</i></b>	X				X	X
<b>Condizioni operative</b>				X		X

	Linee Guida	<i>Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro</i>	<i>Versione Giugno 2019</i>
---	-------------	--	---------------------------------

- 7.1. La Matrice A riepiloga per ciascuna delle sei categorie di rischio individuate nella Sezione 3 quali sono gli strumenti normativi, organizzativi ed operativi che consentono all'emittente di ridurre sensibilmente tali rischi e, talora, di annullarli.

 <b>CONSOB</b> <small>COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA</small>	Linee Guida	Operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro	Versione Giugno 2019
--	-------------	--	-------------------------

## SEZIONE 8 – GLOSSARIO ED ELENCO ATTI NORMATIVI EUROPEI

### 1.1. Glossario

AMF	<a href="#">Autorité des Marchés Financiers</a>
<i>Closed period</i>	Periodo di chiusura di cui all'articolo 19(11) MAR
Emittente	Soggetto di cui all'articolo 3(1)21 MAR e all'articolo 17(1) MAR
ESMA	<a href="#">European Securities and Markets Authority</a>
NCA	Autorità nazionale competente (National Competent Authority)
Informazione privilegiata	Informazione di cui all'articolo 7(1)(a) MAR
<a href="#">Linee Guida Consob sulla Gestione delle informazioni privilegiate</a>	<a href="#">Linee Guida Consob N. 1/2017 - Gestione delle informazioni privilegiate. Ottobre 2017</a>
MAR	<a href="#">Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014</a>
OPA	Offerta Pubblica di Acquisto
Orientamenti ESMA	Pareri pubblicati dall'ESMA in forza di specifiche disposizioni MAR
PDMR	Acronimo di " <i>Person discharging managerial responsibilities</i> " di cui all'articolo 3(1)(25) MAR.
Q&A ESMA	Indicazioni fornite dall'ESMA in esito a quesiti posti da autorità nazionali o da partecipanti al mercato. Le indicazioni hanno il fine di assicurare una omogenea applicazione della disciplina da parte delle autorità nazionali e sono raccolte in una specifica pubblicazione continuamente aggiornata
RE	Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti
RD 2016/908	Regolamento Delegato (UE) 2016/908
RD 2016/1052	Regolamento Delegato (UE) 2016/1052
TUF	<a href="#">Decreto Legislativo n. 58/1998</a>