



REGOLAMENTO ABUSI DI MERCATO – ADEGUAMENTO DELLE PRASSI DI MERCATO AMMESSE DALLA CONSOB

- Prassi n. 1** **Attività di sostegno della liquidità del mercato**
- Prassi n. 2** **Acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino titoli”**
- Prassi n. 3** **Riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate**

Documento per la consultazione

21 settembre 2018

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il **22 ottobre 2018** *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno](#),

oppure, al seguente indirizzo:

CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo epressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

Eventuali richieste di chiarimenti o di appositi incontri possono essere inviate all'indirizzo *email* prassi.mercato@consob.it



SEZIONE A) ANALISI PRELIMINARE DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE

Analisi del quadro normativo e delle questioni regolamentari

1. Quadro normativo di riferimento

La nuova disciplina sugli abusi di mercato, delineata nel regolamento (UE) n. 596/2014 (“**MAR**”) e nella direttiva 2014/57/UE (“**MAD2**”), relativi, rispettivamente, al sistema amministrativo e a quello penale, ha modificato il quadro di riferimento e l’ambito della disciplina sulle prassi di mercato ammesse (“**AMP**”)¹. Rispetto alle fattispecie di manipolazione del mercato di tipo operativo, MAR sancisce la non sanzionabilità delle condotte giustificate da motivi legittimi e conformi a prassi di mercato ammesse dall’autorità nazionale competente.

In merito alle prassi di mercato ammesse dalle autorità nazionali competenti (“**NCA**”), l’articolo 13 MAR ed il relativo regolamento delegato (UE) 2016/908 recano una disciplina dettagliata sia per quanto attiene ai criteri di valutazione, sia per quanto attiene alla procedura relativa al rilascio di un parere formale dell’ESMA e alla procedura di arbitrato in caso di contestazione di una prassi ammessa da parte di un’altra autorità nazionale. Inoltre, l’ESMA dovrà presentare ogni anno una relazione alla Commissione europea sulle modalità di applicazione delle prassi ammesse nei mercati interessati.

Ai sensi dell’articolo 13, paragrafo 11, MAR, in sede di prima applicazione della nuova disciplina europea, la Consob ha provveduto a notificare all’ESMA le tre prassi ammesse con delibere n. 16839 del 19 marzo 2009 e n. 18406 del 13 dicembre 2012, attinenti all’attività di sostegno della liquidità del mercato (Prassi n. 1), l’acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino titoli” (Prassi n. 2) e il riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate (Prassi n. 3).

Nel documento di consultazione del 24 ottobre 2016 (pag. 5, nota 9), avente ad oggetto le modifiche regolamentari occorrenti in attuazione di MAR, è stato preannunciato al mercato che la revisione delle anzidette prassi sarebbe stata oggetto di un’apposita consultazione pubblica, al fine di valutare l’adeguatezza delle tre AMP riconosciute dalla Consob nel previgente regime².

In generale, le AMP rilevano con riferimento alla disciplina sulla manipolazione del mercato di tipo operativo di cui all’articolo 12, paragrafo 1, lettera a), MAR, c.d. *trade-based manipulation*, forma di manipolazione del mercato principalmente basata su operazioni effettuate sui mercati³.

¹ Le AMP erano state introdotte in ambito europeo dalla direttiva n. 2003/6/CE (“**MAD**”) e in Italia dagli artt. 180, comma 1, lett. c), e 187-ter, comma 4, del D. Lgs. n. 58/1998 (“**TUF**”) e dagli artt. 40 e 41 del regolamento Consob n. 16191 in materia di mercati. Questi ultimi due articoli sono stati modificati con delibera n. 19925 del 22 marzo 2017 per tener conto della disciplina MAR come oggi indicato nell’art. 73 del nuovo regolamento mercati adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 (“**Regolamento Mercati**”).

² L’articolo 2(1)(b) del regolamento delegato (UE) 2016/908 prevede che prima di istituire una prassi di mercato, le NCA “consultano, se necessario, organismi pertinenti, tra cui devono almeno figurare i rappresentanti di emittenti, di imprese di investimento, di enti creditizi, di investitori, di partecipanti al mercato delle quote di emissione, di gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o un sistema organizzato di negoziazione (OTF) e di operatori dei mercati regolamentato nonché le altre autorità al fine di valutare l’opportunità di istituire una prassi di mercato come prassi di mercato ammessa”.

³ La versione italiana dell’articolo è stata oggetto di successiva rettifica (cfr. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea del 21 ottobre 2016). Si riporta il testo rettificato: “1. Ai fini del presente regolamento, per manipolazione del mercato si



Per la nota difficoltà distinguere tale forma di manipolazione del mercato da ordinarie strategie di investimento sui mercati finanziari - e per i connessi rischi che il divieto pone per i partecipanti al mercato - il medesimo articolo 12, paragrafo 1, lettera a), MAR offre specifiche tutele, prevedendo che non possa essere sanzionato chi dimostri di aver operato per “*legittimi motivi*” e in conformità ad eventuali AMP.

Analogamente al previgente regime, l’articolo 13, paragrafo 2, MAR attribuisce alla NCA il potere, per i mercati di propria competenza, di ammettere opportunamente definite prassi di mercato⁴ purché la NCA rispetti una serie di condizioni, che, nella sostanza, servono ad evitare che la NCA, esercitando in modo smisurato tale potere, metta a rischio l’effettiva di armonizzazione della disciplina sugli abusi di mercato nella Unione europea.

In particolare, la NCA deve tenere conto dei seguenti aspetti (“*criteri*”):

- a) *[se] la prassi di mercato prevede o meno un notevole grado di trasparenza rispetto al mercato;*
- b) *[se] la prassi di mercato assicura o meno un elevato livello di garanzie del gioco delle forze di mercato e della corretta interazione tra offerta e domanda;*
- c) *[se] la prassi di mercato ha o meno un impatto positivo sulla liquidità e sull’efficienza del mercato;*
- d) *[se] la prassi di mercato tiene conto o meno del meccanismo di negoziazione sul mercato interessato e permette ai partecipanti al mercato di reagire in modo tempestivo e adeguato alla nuova situazione di mercato creata da tale prassi;*
- e) *[se] la prassi di mercato non crea o meno rischi per l’integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o meno, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta l’Unione;*
- f) *l’esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato in questione svolte da un’ autorità competente o da altra autorità, in particolare inerenti al fatto che detta prassi abbia violato o meno norme o regole intese a prevenire gli abusi di mercato, ovvero codici di condotta, indipendentemente dal fatto che esse riguardino il mercato rilevante o mercati direttamente o indirettamente connessi nell’Unione; e*
- g) *le caratteristiche strutturali del mercato interessato, tra l’altro il carattere regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di partecipanti al mercato, inclusa la quota di partecipazione al mercato dell’investitore al dettaglio.*

Il regolamento delegato (UE) 2016/908 fornisce indicazioni ulteriori sulle analisi richieste alla NCA per tener conto dei suddetti “*criteri*”.

L’articolo 13, paragrafo 3, MAR impone alla NCA di notificare all’ESMA e alle altre NCA l’intenzione di ammettere nuova prassi di mercato almeno 3 mesi prima dell’entrata in vigore della

intendono le seguenti attività: a) la conclusione di un’operazione, l’inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che: i) invii, o è probabile che invii, segnali falsi o fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni; oppure ii) fissi, o è probabile che fissi, il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale; a meno che la persona che conclude un’operazione, inoltra un ordine di compravendita o ha posto in essere qualsiasi altra condotta dimostri che tale operazione, ordine o condotta sono giustificati da legittimi motivi e sono conformi a una prassi di mercato ammessa, come stabilito a norma dell’articolo 13”.

⁴ L’articolo 3, paragrafo 1, punto 9), MAR reca la definizione di prassi di mercato ammessa: “*«prassi di mercato ammessa»: una specifica prassi di mercato ammessa da un’ autorità competente conformemente all’articolo 13”.*



stessa fornendo le valutazioni effettuate. Ai sensi del successivo paragrafo 4, l'ESMA, entro due mesi dalla notifica, deve esprimere un parere sulla compatibilità della prassi di mercato con la disciplina in materia di abusi di mercato e su eventuali ripercussioni che l'ammissione della prassi di mercato potrebbe esercitare sulla fiducia degli investitori nel mercato.

Qualora la NCA decida, comunque, di ammettere una prassi in contrasto con il parere dell'ESMA, la NCA deve pubblicare entro 24 ore i motivi per cui ritiene opportuno ammetterla e le ragioni per cui la prassi non mette a rischio la fiducia nel mercato.

In aggiunta, se NCA estere dovessero ritenere che una prassi ammessa non soddisfi i criteri previsti da MAR, l'ESMA dovrà prestare assistenza per il raggiungimento di un accordo e, in caso non si raggiunga, dovrà adottare una decisione vincolante per le NCA.

Sempre al fine di tutelare l'armonizzazione della disciplina comunitaria, l'articolo 13, paragrafo 10, MAR richiede all'ESMA di monitorare l'applicazione delle prassi di mercato ammesse dalle NCA e presentare ogni anno una relazione alla Commissione europea sulle modalità di applicazione di ciascuna prassi. Di conseguenza, è prevedibile che, almeno annualmente, l'ESMA richieda alla NCA i dati di riferimento.

2. Prassi di mercato ammesse dalla Consob nel previgente regime

Il 9 settembre 2016 la Consob, analogamente ad altre NCA, ha notificato all'ESMA di volersi avvalere, per le tre AMP riconosciute nel previgente regime MAD, della possibilità prevista dall'articolo 13, paragrafo 11, MAR, di mantenere in vigore le stesse nel nuovo regime MAR.

Il 4 novembre 2016 la Consob, analogamente ad altre NCA, ha rappresentato all'ESMA di avere intenzione di rivedere le condizioni che caratterizzano le tre AMP, in modo da renderle coerenti con MAR e da beneficiare del parallelo dibattito aperto in sede ESMA sulle AMP riconosciute nel previgente regime (cfr. oltre par. 3).

Tale seconda notifica ha consentito all'ESMA di sospendere il procedimento per l'emanazione del parere che, in base all'articolo 13, paragrafo 4, MAR, deve esprimere entro due mesi dalla citata notifica che ha ricevuto dalla NCA.

Attualmente le tre AMP riconosciute dalla Consob nel precedente regime sono, quindi, vigenti in via transitoria, come indicato dall'articolo 13, paragrafo 11, comma 2, MAR⁵.

3. Approfondimenti effettuati dall'ESMA

Oltre alla Consob, anche le autorità di Francia, Spagna e Portogallo avevano notificato all'ESMA, ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 11, MAR, di voler mantenere in vigore alcune AMP riconosciute da tali autorità nel previgente regime. Tali AMP riguardavano tutte la disciplina dei contratti di liquidità, analoghi a quelli definiti nella Prassi di mercato n. 1 della Consob⁶.

⁵ La norma recita: "Le prassi di mercato ammesse (...) continuano ad applicarsi nello Stato membro interessato finché l'autorità competente non abbia preso una decisione per quanto riguarda la continuazione di tale prassi a seguito del parere dell'ESMA a norma del paragrafo 4".

⁶ L'autorità francese AMF non ha, infatti, notificato all'ESMA due AMP che aveva riconosciuto nel previgente regime,



Con riguardo alle AMP attinenti a contratti di liquidità, l'ESMA, al fine di indurre le quattro NCA a ridurre le differenze esistenti tra tali AMP in un quadro coerente con MAR, ha approvato nel dicembre 2016 una serie di punti sui quali far convergere tali prassi nazionali ("*Points for convergence*"), che sono stati resi pubblici il 25 aprile 2017⁷.

Sulla base di tale documento, le autorità di Spagna e Portogallo hanno adeguato le rispettive prassi di mercato e le hanno notificate all'ESMA, ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 3, MAR. A seguito del parere positivo espresso dall'ESMA, ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 4, MAR, rispettivamente il 16 dicembre 2016 ed il 27 settembre 2017, tali AMP sono pienamente in vigore nei rispettivi Paesi.

Diversamente, l'11 aprile 2018 l'ESMA ha espresso parere negativo con riguardo alla prassi notificata dall'autorità francese AMF. Il 13 aprile 2018 la AMF ha reso noto di voler modificare la prassi per tener conto delle osservazioni dell'ESMA ed il 2 luglio 2018 ha, a tal fine, pubblicato e trasmesso all'ESMA un nuovo testo. La nuova prassi francese si dovrebbe applicare dal 1° gennaio 2019.

Come di seguito rappresentato, si propone di modificare la Prassi n. 1 in modo da renderla coerente con i *Points for convergence* delineati dall'ESMA.

Con riguardo alle Prassi n. 2 e n. 3 ammesse dalla Consob, il Market Integrity Standing Committee dell'ESMA, gruppo di lavoro delegato ad occuparsi dei temi relativi alle prassi di mercato, ha esaminato in via preliminare le due AMP e ha espresso alcune preoccupazioni rispetto alla tutela dell'integrità dei mercati e alla coerenza con il nuovo quadro regolamentare europeo.

Alla luce degli approfondimenti effettuati (cfr. oltre), si rende necessario rivalutare lo *status* di AMP per la Prassi n. 2 e la Prassi n. 3.

SEZIONE B) DESCRIZIONE DELLE PROPOSTE

1. Prassi n. 1 - Attività di sostegno della liquidità del mercato

1.1 Caratteristiche della prassi attuale

Struttura - La Prassi n. 1 prevede, in sintesi, che un Soggetto Interessato (l'emittente o un soggetto in rapporto di controllo) al sostegno della liquidità di azioni o di quote di fondi chiusi conferisca ad un intermediario, sulla base di un contratto scritto, l'incarico di svolgere in modo indipendente l'attività di sostegno della liquidità su specificati mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF") così da favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

attinenti, rispettivamente, all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli (analoga alla Prassi di mercato n. 2 della Consob) e a contratti di liquidità relativi a strumenti obbligazionari. Anche le autorità di Austria, Grecia e Olanda non si sono avvalse dell'articolo 13, paragrafo 11, MAR con riguardo ad AMP che avevano riconosciuto nel previgente regime ed attinenti, rispettivamente, a operazioni OTC su strumenti obbligazionari, all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli e, ancora, a contratti di liquidità.

⁷ "*Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts*" ESMA70-145-76.



L'attività può essere svolta "con rischio per l'intermediario" o "per il Soggetto Interessato", a seconda del soggetto su cui ricadono i risultati economici dell'attività, ovvero i profitti e le perdite associate alle compravendite effettuate. In ambedue i casi il Soggetto Interessato delega le decisioni operative all'intermediario, che deve agire in modo indipendente.

L'intermediario non deve avere accesso a informazioni privilegiate dell'emittente e deve essere organizzato in modo che l'attività di sostegno della liquidità non sia influenzata da altri interessi, compresi quelli relativi allo svolgimento di servizi d'investimento, specie per conto del Soggetto Interessato.

Le modalità di remunerazione dell'intermediario devono essere coerenti con la finalità dell'attività, non alterare l'effettiva esposizione al rischio e non incentivare l'intermediario ad influenzare i prezzi o gli scambi.

Il contratto stabilisce la posizione massima, in acquisto o in vendita, che l'intermediario può costituire sullo strumento finanziario. Salvo casi eccezionali, tale posizione non può superare il 2% degli strumenti finanziari emessi.

Condizioni operative - L'intermediario deve operare con la necessaria continuità, simmetricamente dal lato degli acquisti e delle vendite. Poiché l'obiettivo della prassi è quello di sostenere la liquidità e non il prezzo dello strumento finanziario, tendenzialmente l'intermediario deve chiudere le posizioni aperte non appena se ne presenti l'opportunità, evitando di protrarle nel tempo, tenuto conto, tra l'altro, delle condizioni di liquidità del mercato e del confronto tra i prezzi correnti e i prezzi di carico delle posizioni.

Con riferimento ai prezzi delle proposte di negoziazione immesse nel mercato, il prezzo di quelle in acquisto (vendita) non deve essere superiore al più alto (basso) tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo corrente della proposta di negoziazione in acquisto (vendita) indipendente più elevata (bassa) presente nel mercato.

Come limite ai quantitativi acquistati (venduti) dall'intermediario in una giornata la prassi fissa il 25% della media giornaliera delle ultime venti sedute di negoziazione. Sono previste deroghe in casi eccezionali.

Non sono ammessi i c.d. *pre-arranged trade*, ovvero scambi per quantitativi e/o prezzi predeterminati con controparti selezionate.

Trasparenza - Il Soggetto Interessato rende pubbliche le informazioni principali relative al Contratto ed ogni variazione delle stesse. Nel caso in cui l'attività sia svolta a suo rischio, il Soggetto Interessato deve pubblicare un rapporto trimestrale sull'attività svolta sui vari mercati. Qualora il Soggetto Interessato sia l'emittente stesso, l'obbligo è assorbito dalle comunicazioni mensili previste dall'Allegato 3F del regolamento emittenti della Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 ("**Regolamento emittenti**").

1.2 Criticità

Nel corso degli anni la Consob ha rilevato una bassa diffusione della Prassi n. 1. Attualmente, i contratti in essere sono circa una dozzina.



I motivi dello scarso successo della Prassi n. 1 appaiono legati alla competizione con altre forme di sostegno della liquidità, quali i contratti conclusi tra un emittente e un intermediario che opera come *specialist* su uno strumento finanziario secondo regole previste dalla società di gestione del mercato, e con schemi di riacquisto di azioni proprie, quali quelli conformi al *safe harbour* disciplinato dall'articolo 5 MAR e dal regolamento delegato (UE) n. 2016/1052 (che ha sostituito il previgente regolamento CE n. 2273/2003) o alla menzionata Prassi n. 2.

Un'altra spiegazione potrebbe essere legata alle condizioni che caratterizzano la Prassi n. 1. In effetti, rispetto alle prassi di sostegno della liquidità ammesse in altri Stati membri (Francia, Spagna, Portogallo e Olanda), la Prassi n. 1 presenta condizioni più stringenti, specie con riguardo alla durata delle posizioni aperte sullo strumento finanziario, che l'intermediario deve chiudere non appena se ne presenti l'opportunità.

1.3 Modifiche da apportare

Al fine di adeguare la Prassi n. 1 al nuovo scenario regolamentare, occorrono modifiche collegate:

- a. alle condizioni previste dall'articolo 13 MAR e dal regolamento delegato (UE) n. 2016/908;
- b. ai *Points for convergence* pubblicati dall'ESMA;
- c. all'opportunità di rendere la prassi più appetibile per gli emittenti, specie PMI, come chiaramente suggerito dalla recente proposta della Commissione europea del 24 maggio 2018⁸.

Si indicano di seguito le modifiche proposte sulla struttura, sui limiti operativi e sulla trasparenza della "Nuova Prassi n. 1" (cfr. appendice) unitamente ad alcune domande posizionate al termine dei punti che appaiono più aperti.

1.3.1 Struttura

Al paragrafo 1 della Nuova Prassi n. 1 è chiarito, sulla scorta del più ampio ambito di applicazione definito da MAR, che l'attività di sostegno della liquidità può riguardare solo azioni e quote di fondi chiusi che sono negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione su richiesta dell'emittente (e non su decisione della società che gestisce la sede di negoziazione) e limitatamente a sedi di negoziazione italiane. Facendo seguito al dibattito in sede ESMA, per opportuna chiarezza il "Soggetto Interessato" viene denominato come "Emittente".

Inoltre, come suggerito nei *Points for convergence* e sulla base della disciplina MiFID, è introdotta una distinzione tra strumenti finanziari liquidi e illiquidi, in modo che possano essere diversi i limiti alle risorse allocate nello svolgimento dell'attività e ai quantitativi compravenduti dall'intermediario incaricato (cfr. paragrafo 7 della Nuova Prassi n. 1).

⁸ Il 24 maggio 2018 la Commissione europea, ad esito della consultazione "*building a proportionate regulatory environment to support SME listing*" volta a favorire la quotazione di emittenti PMI, ha proposto una integrazione dell'articolo 13 MAR che prevede la possibilità per tutte le PMI quotate in mercati di crescita per le PMI di adottare contratti di liquidità che godranno dello *status* di AMP. Le condizioni di tali contratti di liquidità dovrebbero poi essere definite nel dettaglio da un atto delegato.

CONSOB

I *Points for convergence* consentono di introdurre l'ulteriore categoria di emittenti strumenti finanziari altamente liquidi, che dovrebbe corrispondere a quella degli emittenti inseriti nel paniere del principale indice del mercato azionario nazionale.

Poiché nell'esperienza italiana risulta che solo eccezionalmente emittenti che appartengono a tale categoria si siano avvalsi della Prassi n. 1, si ritiene opportuno non prevedere tale ulteriore categoria.

➡ Domanda 1 (Prassi di Mercato n. 1): è opportuno introdurre la categoria degli emittenti strumenti finanziari altamente liquidi?

Rispetto alle risorse allocate in termini di liquidità e/o strumenti finanziari, in luogo del limite attuale del 2% del valore degli strumenti finanziari emessi, è previsto, sulla base delle indicazioni ESMA, che le risorse complessive non siano superiori:

- per gli strumenti finanziari liquidi, al 200% della media del controvalore degli scambi nel mercato considerato in un periodo antecedente la conclusione del contratto di liquidità e, in ogni caso, non superiori a €20 milioni;

- per gli strumenti finanziari illiquidi, al 500% della media sopra indicata oppure all'1% del valore degli strumenti finanziari emessi calcolato al momento della conclusione del contratto di liquidità e, in ogni caso, non superiori a €1 milione.

I *Points for convergence* non forniscono indicazioni sul periodo in cui le percentuali del 200% e del 500% debbano essere calcolate. In proposito nel documento di consultazione è proposto un periodo di 30 giorni, analogamente a quanto previsto dall'autorità francese AMF nella relativa prassi proposta all'ESMA, così da favorire l'utilizzo di contratti di liquidità da parte di quegli emittenti che si sono quotati soltanto da un mese. Peraltro, durante il primo mese tali emittenti possono avvalersi della liquidità che viene eventualmente offerta da operazioni di stabilizzazione ai sensi dell'articolo 5 MAR.

➡ Domanda 2 (Prassi di Mercato n. 1): è opportuno prevedere un periodo diverso da 30 giorni per il calcolo della media del controvalore degli scambi? Se sì, quale?

Riguardo alla suddetta percentuale dell'1% del valore degli strumenti finanziari emessi, nella Nuova Prassi n. 1 è mantenuta la possibilità per l'emittente strumenti finanziari illiquidi di aggiornarla qualora, successivamente alla conclusione del contratto di liquidità, vi siano operazioni sul capitale; simile possibilità è prevista anche nella prassi francese. Alcune operazioni sul capitale potrebbero, infatti, alterare sensibilmente il rilievo del valore inizialmente definito.

Qualora l'attività sia svolta in più sedi di negoziazione, tali limiti sono calcolati rispetto alla sede più liquida.

Sempre in base ai *Points for convergence*, è previsto che l'intermediario sia membro della sede di negoziazione in cui viene svolta l'attività; attualmente, invece, l'intermediario può delegare l'operatività ad altro intermediario membro della sede di negoziazione. Nel paragrafo 1, lettera b), della Nuova Prassi n. 1 viene quindi eliminata la possibilità che l'intermediario sia abilitato alle sole attività di gestione di portafogli e di ricezione e trasmissione di ordini, di cui all'articolo 1, comma 5, lettere d) ed e), del TUF.

CONSOB

Nel paragrafo 8 della Nuova Prassi n. 1 è aggiunto, in conformità ai *Points for convergence* (cfr. punto 37), che le risorse allocate nel conto di deposito titoli e nel conto corrente per lo svolgimento dell'attività siano utilizzate esclusivamente a tale scopo.

Sulla base dell'articolo 4(1)(e) del regolamento delegato (UE) 2016/908, è richiesto che l'intermediario disponga di risorse per le attività di *compliance* e di *auditing* necessarie per monitorare e assicurare in qualsiasi momento la conformità del proprio comportamento alle condizioni fissate dalla AMP (cfr. paragrafo 6-*bis* della Nuova Prassi n. 1).

In merito alle modalità di remunerazione dell'intermediario, tenendo presenti le indicazioni fornite dall'articolo 7, lettera c), del regolamento delegato (UE) 2016/908, nel paragrafo 14 della Nuova Prassi n. 1 è aggiunto che la componente fissa della remunerazione debba essere prevalente sull'eventuale componente variabile. In particolare, similmente a quanto previsto nella prassi proposta dalla autorità francese AMF, la componente variabile non deve superare il 15% di quella totale.

➡ Domanda 3 (Prassi di Mercato n. 1): è opportuno definire in modo diverso le modalità di remunerazione dell'intermediario?

Per assicurare ulteriormente l'indipendenza dell'operatività dell'intermediario dagli interessi dell'emittente, nel paragrafo 26 della Nuova Prassi n. 1 è precluso all'Intermediario di fornire informazioni nel corso della seduta di negoziazione sulla situazione dell'attività corrente.

1.3.2 Limiti operativi

Riprendendo la distinzione tra strumenti finanziari liquidi e illiquidi, sulla base delle indicazioni fornite dall'ESMA, nella Nuova Prassi n. 1 sono stabiliti limiti sui quantitativi giornalieri scambiati, rispettivamente, del 15% e del 25% del controvalore medio giornaliero degli scambi delle 20 sedute precedenti.

Tali limiti vanno intesi come somma delle operazioni di acquisto e di vendita effettuate rispetto al totale degli scambi, e non indipendentemente tra loro: se, quindi, l'intermediario effettua su un titolo illiquido acquisti pari al 20% della media degli scambi non può effettuare vendite oltre il 5% della stessa media; laddove oggi, in base alla Prassi n. 1, potrebbe arrivare fino al 25%.

Sempre sulla base dei *Points for convergence*, nel paragrafo 21 della Nuova Prassi n. 1 non sono più presenti le situazioni in cui è possibile derogare alla percentuale del 15% o del 25%.

Rimane fermo che un'operatività di dimensione superiore, pur non essendo coperta dalla prassi, non implica, di per sé, una manipolazione del mercato. Occorrerà, quindi, valutare caso per caso se l'eventuale superamento del limite sia dovuto alla necessità di soddisfare esigenze di liquidità del mercato o ad altro.

È, inoltre, esplicitato nel paragrafo 16 della Nuova Prassi n. 1 che l'attività di sostegno della liquidità non richiede necessariamente che gli ordini conferiti da ambo i lati del mercato siano simmetrici rispetto al *mid-quote* o vadano a rappresentare le migliori offerte nel *book* di negoziazione (cfr. punto 22 dei *Points for convergence*).

CONSOB

Per i titoli illiquidi, indipendentemente dal limite percentuale del 25%, è sempre possibile effettuare operazioni fino a € 20.000 al giorno. Questo serve ad agevolare l'operatività nei casi di negoziazioni rade o nulle nelle precedenti 20 sedute (periodo in cui la percentuale del 25% deve essere calcolata).

Con riferimento all'operatività in fase di asta, coerentemente con le indicazioni ESMA (cfr. punto 31) e tenendo presente quanto previsto dall'articolo 3, paragrafo 1, lettera c), del regolamento delegato (UE) n. 2016/1052 sul *safe harbour* relativo agli acquisti di azioni proprie, nei paragrafi 17-bis e 18-bis della Nuova Prassi n. 1 è richiesto che gli ordini inseriti in fase di asta non influenzino il prezzo finale dell'asta, consentano agli altri partecipanti di avere tempo sufficiente per reagire agli stessi e indichino prezzi di acquisto (vendita) non superiori (inferiori) al prezzo teorico.

➡ *Domanda 4 (Prassi di Mercato n. 1): è opportuno prevedere condizioni e limiti diversi per l'operatività in asta?*

Nella Nuova Prassi n. 1 è, infine, mantenuto l'obbligo di non effettuare operazioni fuori mercato (c.d. blocchi). In proposito, le indicazioni ESMA consentirebbero operazioni fuori mercato in situazioni eccezionali, secondo le modalità previste dalle regole della sede di negoziazione e definite nella stessa prassi di mercato. Dato il rischio che le operazioni fuori mercato possano consentire il protrarsi nel tempo di posizioni lunghe sul titolo (che è un indice di possibile attività manipolativa di sostegno dei prezzi di mercato), si ritiene di mantenere l'attuale divieto.

➡ *Domanda 5 (Prassi di Mercato n. 1): è opportuno consentire in condizioni eccezionali operazioni fuori mercato? Quali dovrebbero essere tali condizioni?*

1.3.3 Trasparenza

Sulla base di quanto prescritto dall'articolo 3 del regolamento delegato (UE) 2016/908, nella Nuova Prassi n. 1 sono richieste ulteriori informazioni sia prima dell'avvio dell'attività di sostegno della liquidità sia durante lo svolgimento della stessa.

Riguardo alle prime, l'emittente deve rendere noto al pubblico se gli strumenti finanziari rientrano nella categoria di quelli liquidi o illiquidi, i mercati in cui viene svolta l'attività, la durata del contratto, le situazioni che determinano la sospensione o la cessazione dell'attività.

Riguardo alle seconde, la Nuova Prassi n. 1 indica che l'intermediario deve comunicare, entro i primi 15 giorni del mese successivo a ciascun trimestre, dettagli sull'attività svolta giornalmente nel trimestre facendo uso di un modello messo a disposizione sul sito della Consob. L'emittente deve poi provvedere alla relativa pubblicazione e alla comunicazione alla Consob via PEC con l'indicazione di un oggetto predeterminato.

Tali informazioni sono richieste sia nel caso in cui l'attività sia svolta a rischio dell'emittente sia nel caso in cui sia svolta a rischio dell'intermediario.

Esse risulteranno utili anche alla Consob per valutare lo svolgimento dell'attività e per fornire informazioni sull'applicazione della prassi all'ESMA, che, come indicato sopra, dovrà monitorare l'applicazione della prassi e presentare ogni anno una relazione alla Commissione europea ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 10, MAR.

L'ESMA non ha fornito indicazioni sulla cadenza delle informazioni da fornire periodicamente al pubblico. In Portogallo e in Spagna la cadenza è trimestrale, mentre in Francia dovrebbe essere semestrale.

➡ Domanda 6 (Prassi di Mercato n. 1): è adeguata la cadenza trimestrale delle informazioni che l'emittente deve pubblicare?

Nella Nuova Prassi n. 1 sono richieste varie informazioni sugli ordini conferiti dall'intermediario nello svolgimento giornaliero dell'attività. Il livello di dettaglio è superiore a quello indicato in via esemplificativa nell'articolo 3, paragrafo 1, lettera b), punto i), del regolamento delegato (UE) 2016/908. Nel sito internet della Consob è fornito un modello di riferimento.

➡ Domanda 7 (Prassi di Mercato n. 1): sono sufficienti le informazioni che l'emittente deve fornire trimestralmente al pubblico al fine di consentire una valutazione della modalità di applicazione della Prassi n. 1?

2. Prassi n. 2 - Acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli

2.1 Caratteristiche della prassi attuale

Struttura - L'attuale Prassi n. 2 prevede, in sintesi, che un emittente (o un intermediario dallo stesso incaricato) effettui operazioni di acquisto di azioni proprie al fine di costituire un c.d. "magazzino" titoli affinché l'emittente possa conservarle e disporne in un secondo tempo per: a) scambi azionari con altre società nell'ambito di operazioni di natura strategica; b) la distribuzione, a titolo oneroso o gratuito, di azioni o opzioni su azioni ad amministratori e dipendenti dell'emittente o di società controllate.

Nel caso in cui le operazioni siano effettuate dall'intermediario, questi deve adottare le decisioni in modo indipendente, senza essere influenzato dall'emittente per quanto riguarda la tempistica degli acquisti. Nel caso in cui le operazioni siano effettuate dall'emittente stesso, questo deve stabilire efficaci misure organizzative interne che impediscano l'accesso a informazioni privilegiate da parte della funzione incaricata degli acquisti.

Limiti operativi - L'attività di acquisto deve rispettare le condizioni sui prezzi delle proposte di negoziazioni e sui quantitativi acquistati previste dal regolamento delegato (UE) n. 2016/1052 (che ha sostituito l'abrogato regolamento CE n. 2273/2003). Le vendite, se effettuate, non devono risultare in contrasto con la finalità di incrementare il quantitativo di azioni da destinare al "magazzino" entro il periodo stabilito per la durata del programma di acquisto. Nel corso dell'attività di acquisto il quantitativo di azioni in "magazzino" deve risultare tendenzialmente crescente.

Trasparenza - L'emittente deve osservare gli adempimenti di informazione preventiva e periodica al pubblico e alla Consob previsti dall'articolo 2 del regolamento delegato (UE) n. 2016/1052 (che ha sostituito l'articolo 4 dell'abrogato regolamento CE n. 2273/2003). Inoltre, nel caso in cui l'emittente, in un momento successivo all'avvio del programma di acquisto, decida di destinare le azioni acquistate ad un'altra finalità, dovrà darne apposita informazione al pubblico.

2.2 Criticità

A seguito delle modifiche apportate da MAR alla previgente disciplina, la seconda finalità della Prassi n. 2 (*“la distribuzione, a titolo oneroso o gratuito, di opzioni su azioni o azioni, ad amministratori e dipendenti degli emittenti medesimi o di società controllate dagli stessi emittenti”*) è adesso pressoché coincidente con la finalità prevista da MAR per il *safe harbour* relativo alle operazioni di riacquisto di azioni proprie: l’articolo 5, paragrafo 2, lettera c), MAR stabilisce, infatti, che non è sottoposto a sanzione chi effettui un programma di riacquisto di azioni proprie al fine di *“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”*.

Nell’ambito dei lavori del MISC dell’ESMA, è stato fatto notare che la Prassi n. 2 sembra estendere il *safe harbour* previsto dall’articolo 5 MAR per l’acquisto di azioni proprie ad una finalità, quella di costituire un “magazzino” titoli eventualmente utile per operazioni di finanza straordinaria, che non è stata ritenuta dal legislatore europeo come meritevole di specifica tutela. Se nel previgente regime questa estensione poteva essere tollerata, essendo quel regime basato su una direttiva, nel nuovo regime non sembra sussistano più gli spazi giuridici per tale estensione.

Inoltre, è stato evidenziato come manchi un interesse generale al riconoscimento dello *status* di AMP, essendo la Prassi n. 2 a solo beneficio dell’emittente, il quale, peraltro, con tale attività drena liquidità dal mercato a danno degli altri partecipanti.

Questa circostanza produce effetti negativi rispetto ai “*criteri*” che la NCA deve prendere in considerazione indicati negli articoli 5, 6 e 9 del regolamento delegato (UE) 2016/908 e attinenti, rispettivamente, all’impatto sulla liquidità e sull’efficienza del mercato, all’impatto sul corretto funzionamento del mercato e alle caratteristiche strutturali del mercato. A tale ultimo riguardo, alla lettera a) del citato articolo 9 è specificato che la NCA deve valutare *“l’impatto che la prassi di mercato potrebbe avere sugli interessi degli investitori al dettaglio”*.

Naturalmente, in assenza del riconoscimento di AMP, nulla osta all’emittente di effettuare, comunque, tale operatività in acquisto a proprio rischio, senza tutele ulteriori rispetto a quelle di cui godono altri investitori che, pure, potrebbero avere interesse a fare incetta di titoli per future operazioni di finanza straordinaria.

Per le ragioni su esposte le autorità di Francia e di Grecia, che nel precedente regime avevano ammesso prassi molto simili alla Prassi n. 2, hanno deciso di non riconoscere alle stesse lo *status* di AMP nel nuovo regime europeo.

2.3 Effetti della cessazione della Prassi n. 2

Numerosi emittenti fanno ricorso alla Prassi n. 2. Tipicamente, le delibere assembleari che approvano programmi di acquisto di azioni proprie indicano che le modalità di acquisto devono rispettare, tra l’altro, le condizioni previste dall’articolo 5 MAR e dalla Prassi n. 2.

Per i motivi delineati nel paragrafo 2.2 si profila l’eventualità dell’eliminazione della Prassi n. 2.

Nell'ambito della presente consultazione si richiedono, al riguardo, considerazioni in merito agli effetti, alle conseguenze ed alle eventuali difficoltà operative che potrebbero conseguire da detta eliminazione.

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

Si ricorda che gli emittenti, a seguito della eventuale cessazione della Prassi n. 2, potrebbero trovare una tutela nell'attività di acquisto di azioni proprie avvalendosi della possibilità offerta dall'articolo 5 MAR, sebbene nei limiti di finalità diverse.

Inoltre, l'eventuale cessazione della prassi non implica che gli acquisti di azioni proprie effettuati al fine di costituire un "magazzino" titoli costituiscano una violazione della normativa in materia di manipolazione del mercato. Pertanto, gli emittenti potrebbero, in tal caso, continuare ad effettuare gli acquisti di azioni proprie pur senza la tutela offerta dalla AMP.

➔ Domanda 9 (Prassi di Mercato n. 2): quali altre conseguenze potranno derivare dalla eventuale cessazione della Prassi n. 2?

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

3. Prassi n. 3 - Riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate

3.1 Caratteristiche della prassi attuale

Struttura - La Prassi n. 3 prevede, in sintesi, che un intermediario (detto anche *Price Maker*) incaricato dall'emittente o da un soggetto interessato al collocamento di strumenti finanziari di tipo obbligazionario riacquisti, in misura parziale rispetto al totale dell'emissione, tali strumenti a condizioni predeterminate specificate nel prospetto d'offerta e/o di quotazione, volte a salvaguardare il valore dello strumento finanziario qualora i prezzi correnti di mercato esprimano un peggioramento del merito di credito dell'emittente.

In particolare, in caso di peggioramento del merito di credito dell'emittente, l'intermediario incaricato procede all'acquisto sul mercato a prezzi che riflettono il merito di credito dell'emittente al tempo dell'emissione e non quello corrente espresso dal mercato, come ricavabile dai prezzi di altre emissioni o da altre fonti.

Limiti operativi - L'attività di riacquisto è volta a salvaguardare il valore dello strumento finanziario a favore dei sottoscrittori e/o dei successivi acquirenti, solitamente clienti *retail* dell'emittente o del soggetto interessato, ed è tipicamente limitata ad una frazione degli strumenti finanziari emessi compresa tra il 10% e il 40%. Tale quota costituisce una specie di *buffer*.

La prassi è, quindi, volta a tutelare gli investitori *retail*, che, normalmente, non dispongono di adeguati strumenti di valutazione degli aspetti relativi al *pricing* del merito di credito dell'emittente.

L'intermediario deve esporre proposte di acquisto degli strumenti finanziari con regolarità, nel rispetto del principio della continuità operativa e con modalità non discriminatorie.



Le procedure adottate nel *pricing* degli strumenti finanziari devono essere idonee a consentire in qualunque momento di ricostruire le modalità di determinazione dei prezzi esposti sul mercato e basarsi su un modello idoneo a stimare il *credit spread*. Il modello utilizzato deve essere coerente con altri modelli impiegati dall'intermediario per la valutazione del portafoglio titoli di proprietà.

Trasparenza - È richiesto, tra l'altro, che siano resi pubblici, *ex ante*, tutte le circostanze al ricorrere delle quali l'attività di riacquisto possa essere interrotta, il quantitativo massimo riacquistabile e la circostanza che, al raggiungimento di tale limite, i prezzi tornerebbero a riflettere le sole condizioni di mercato e potrebbero risultare, pertanto, inferiori, anche in misura significativa, ai prezzi derivanti dalle operazioni di riacquisto a condizioni predeterminate.

Inoltre, deve essere pubblicato il raggiungimento o il superamento delle soglie del 25%, 50%, 75%, 85%, 90%, 95% e 100% del *buffer*.

3.2 Criticità

Negli ultimi anni si sono registrate poche emissioni di prestiti obbligazionari quotati in mercati regolamentati o MTF che prevedono attività di riacquisto a condizioni predeterminate.

Nell'ambito dei lavori del MISC dell'ESMA è stato fatto notare come la Prassi n. 3 non riguardi un comportamento che rischia di costituire una manipolazione del mercato di tipo operativo, ma che comporta pressoché inevitabilmente una manipolazione del mercato, sia perché in occasione di ciascuno scambio l'intermediario fissa il prezzo ad un valore non in linea con i fondamentali, sia perché in questo modo trasmette un falso segnale agli altri partecipanti al mercato, che potrebbero ritenere che il merito di credito dell'emittente non sia peggiorato, quando in realtà lo è.

Inoltre, la Prassi n. 3 altera il processo di formazione dei prezzi sul mercato, che rimarrebbe sempre dominato dalla disponibilità dell'intermediario di acquistare le obbligazioni a prezzi che non riflettono il naturale gioco della domanda e dell'offerta.

Trattandosi in ultima analisi di un *buyback*, la prassi, piuttosto che fornire liquidità, finirebbe per drenarla. Quando, infatti, la prassi è attiva eventuali investitori interessati ad acquistare le obbligazioni non hanno modo di riuscirci se non a prezzi più elevati di quelli coerenti con i fondamentali.

È poi chiaro l'effetto significativo sull'andamento dei prezzi e sulla parità di trattamento degli investitori causato dall'eventuale esaurimento del *buffer*.

A fronte di quanto sopra, è stato anche fatto notare come esistano altre forme di garanzia per gli investitori *retail* che potrebbero essere adottate dagli emittenti in situazioni analoghe. In particolare, le obbligazioni potrebbero essere strutturate in modo diverso così da fornire *ex ante* a tutti i possessori i medesimi diritti. Sotto certi aspetti, potrebbero essere utilizzate obbligazioni *callable*, per cui l'emittente, al deteriorarsi del merito di credito, possa ritirare i titoli dal mercato offrendo un premio a tutti i possessori.

In conclusione, la Prassi n. 3 presenta profili di criticità rispetto a più criteri che, in base a MAR, l'autorità competente deve prendere in considerazione quando decide se ammettere una prassi di mercato. In particolare, rispetto a quelli indicati negli articoli 3, 4, 5, 6, 7 e 9 del regolamento delegato (UE) 2016/908 e attinenti, rispettivamente, alla trasparenza, al processo di formazione dei

prezzi e dell'interazione tra domanda e offerta, all'impatto sulla liquidità e sull'efficienza del mercato, all'impatto sul corretto funzionamento del mercato e alle caratteristiche strutturali del mercato.

Molte delle suindicate osservazioni segnalate dall'ESMA erano note alla Consob quando nel 2012 ammise la Prassi n. 3, ma vennero considerate recessive rispetto alla finalità di assicurare agli investitori c.d. "cassettisti" la possibilità di vendere a condizioni favorevoli strumenti finanziari estremamente illiquidi e che, altrimenti, gli emittenti avrebbero finito per non quotare sui mercati.

3.3 Effetti della cessazione della prassi

Per i motivi delineati nel paragrafo 3.2 si profila l'eventualità dell'eliminazione della Prassi n. 3.

Anche in tal caso, nell'ambito della presente consultazione si richiedono considerazioni in merito agli effetti, alle conseguenze ed alle eventuali difficoltà operative che potrebbero conseguire da detta eliminazione.

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

➡ Domanda 12 (Prassi di Mercato n. 3): quali sono le ragioni che hanno portato alla riduzione delle emissioni di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate?

Si è visto sopra come ogni scambio concluso sulla base della Prassi n. 3 comporti, pressoché inevitabilmente, una alterazione del prezzo di mercato. Per quanto tale alterazione sia accompagnata dalla pubblicazione di avvisi al pubblico sia in sede di collocamento che successivamente, la cessazione della Prassi n. 3 sembra implicare il divieto di quotare prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

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

Non tutti i prestiti obbligazionari oggetto della Prassi n. 3 già emessi hanno già raggiunto la scadenza. Ne segue che l'immediata cessazione della prassi si tradurrebbe in un peggioramento delle condizioni degli investitori *retail* che avevano acquistato le obbligazioni nell'aspettativa che la prassi rimanesse in vigore fino alla scadenza.

Pertanto, con riferimento alle obbligazioni già emesse e che non sono ancora arrivate a scadenza (e per le quali il *buffer* non si sia esaurito) appare opportuno assicurare, comunque, la validità della prassi fino alla scadenza.

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

APPENDICE

Prassi di mercato inerente all'attività di sostegno della liquidità del mercato (Prassi n. 1)

Definizioni

1. Ai fini della presente prassi si intendono per:

a) **Strumenti Finanziari**: le azioni o le quote di fondi chiusi, di pertinenza dell'~~Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~, ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) italiani su richiesta o autorizzazione dell'emittente o di altri Paesi dell'Unione europea; gli strumenti finanziari azionari si distinguono in liquidi, se rientrano nell'elenco di cui all'articolo 22 del Regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione, e illiquidi, se non rientrano in tale elenco;

Commento [CONSOB1]: Cfr. ESMA Points for convergence nn. 17 - 20

b) **Emittente (beneficiario della prassi)** ~~Soggetto Interessato~~: l'emittente azioni di cui alla lett. a) o i soggetti in rapporto di controllo con tale emittente autorizzati dall'emittente a sottoscrivere il Contratto o una società di gestione del risparmio che gestisce fondi chiusi di cui alla lett. a);

c) **Intermediario**: l'intermediario abilitato ai servizi e alle attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) ~~e~~ b) ~~d) ed e)~~, del d. lgs. n. 58/1998 (Tuf) che sottoscrive il Contratto;

Commento [CONSOB2]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 16

d) **Contratto**: il contratto di sostegno della liquidità tra ~~l'Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~ e l'Intermediario relativo agli Strumenti Finanziari;

e) **Attività svolta con rischio per l'Emittente** ~~Soggetto Interessato~~: l'attività di sostegno della liquidità posta in essere dall'Intermediario su incarico dell'~~Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~ nel caso in cui i risultati economici derivanti dall'attività di negoziazione svolta in esecuzione del Contratto ricadano sull'~~Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~;

f) **Attività svolta con rischio per l'Intermediario**: l'attività di sostegno della liquidità posta in essere dall'Intermediario su incarico dell'~~Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~ nel caso in cui i risultati economici derivanti dall'attività di negoziazione svolta in esecuzione del Contratto ricadano sull'Intermediario;

g) **Mercato**: mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione (MTF) italiano sul quale viene posta in essere l'attività.

Il Contratto

2. La prassi consente ad un ~~Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~ di concludere un Contratto con un Intermediario al fine di sostenere sul Mercato, per un periodo di tempo stabilito, la liquidità degli Strumenti Finanziari così da favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

3. L'Intermediario deve essere membro dei Mercati in cui è svolta l'attività e deve inserire direttamente le proposte di negoziazione nel Mercato. ~~Nel caso in cui non sia membro del Mercato, l'Intermediario deve indicare nel Contratto l'intermediario di cui intende avvalersi per l'inserimento delle proposte di negoziazione. Tale intermediario deve, a sua volta, inserire direttamente le proposte di negoziazione nel Mercato. In tale caso l'Intermediario può avvalersi di un solo intermediario delegato per ciascun Mercato.~~

Commento [CONSOB3]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 16

Commento [CONSOB4]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 16

4. Il rapporto tra l'Emittente il Soggetto Interessato e l'Intermediario è formalizzato nel Contratto, che è stipulato in forma scritta. ~~L'Emittente il Soggetto Interessato~~ può stipulare soltanto un Contratto per ciascuno Strumento Finanziario.

5. Il Contratto può prevedere che l'attività sia svolta con rischio per l'Emittente il Soggetto Interessato o con rischio per l'Intermediario. In ambedue i casi gli Strumenti Finanziari e/o la liquidità contante utilizzati ai fini della prassi devono sottostare ai limiti di cui al paragrafo 7 e possono essere di proprietà dell'Emittente Soggetto Interessato, dell'Intermediario o di terzi.

6. L'Intermediario deve mantenere separata registrazione di tutte le informazioni attinenti agli ordini conferiti o immessi sul Mercato, alle relative operazioni concluse e alle movimentazioni di liquidità contante poste in essere nell'ambito dell'attività svolta sia nel caso in cui l'attività è svolta con rischio per l'Emittente sia nel caso in cui è svolta con rischio per l'Intermediario con rischio per il Soggetto Interessato ed inoltre identificare, con qualsiasi mezzo verificabile, gli Strumenti Finanziari ovvero in alternativa. A tal fine l'Intermediario intesta all'Emittente o a sé stesso uno specifico conto di deposito titoli ed un collegato conto corrente che includono la denominazione dell'Emittente e la dicitura "contratto di liquidità". Le registrazioni sono conservate per almeno cinque anni.

Commento [CONSOB5]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 37

6-bis. L'Intermediario deve disporre di risorse per le attività di compliance e di auditing necessarie per monitorare e assicurare in qualsiasi momento la conformità del proprio comportamento alle condizioni fissate per la prassi di mercato ammessa.

Commento [CONSOB6]: Cfr. art. 4(1)(e) del regolamento delegato (UE) 2016/908

7. Il Contratto deve stabilire limiti massimi alle risorse (Strumenti Finanziari e/o liquidità) allocate per lo svolgimento dell'attività proporzionati e commisurati alla finalità del Contratto sia per le posizioni aperte in acquisto o in vendita, sia per oltre a quelle detenute all'inizio dell'attività.

Commento [CONSOB7]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 33

Tali limiti devono essere:

a) per gli strumenti finanziari liquidi, comunque non superiori al 200% della media del controvalore degli scambi nel ~~in ciascun Mercato~~ nei 20 giorni antecedenti l'avvio dell'attività e, in ogni caso, non superiori a €20 milioni;

~~a) b)~~ per gli strumenti finanziari illiquidi, al 21% del valore degli Strumenti Finanziari emessi calcolato all'inizio del giorno di avvio dell'attività o al 500% della media indicata alla lettera a) e, in ogni caso, non superiori a €1 milione. Tali limiti non devono inoltre essere superiori in tutti i Mercati complessivamente considerati al 2% degli Strumenti Finanziari emessi. Il Contratto può stabilire che tali limiti possono essere superati nei casi di deroga indicati nel paragrafo 20, lettere a) e c). La percentuale Il limite dell'1% è calcolato ~~al~~ all'inizio del giorno ~~momento~~ momento in cui ha avvio l'attività ed aggiornato ~~al~~ all'inizio di ciascun trimestre successivo, nonché in occasione di ogni importante variazione degli Strumenti Finanziari emessi.

Commento [CONSOB8]: Cfr. ESMA Points for convergence nn. 34, 35

Qualora l'attività sia svolta in più Mercati, tali limiti sono calcolati rispetto al Mercato più liquido.

Commento [CONSOB9]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 36

8. Le risorse allocate per lo svolgimento dell'attività devono essere utilizzate esclusivamente a tale scopo. Gli Strumenti Finanziari acquistati ovvero messi a disposizione dell'Intermediario da parte dell'~~Emittente-Soggetto Interessato~~ non possono essere utilizzati al fine di costituire partecipazioni durature. Il contante messo a disposizione dell'Intermediario da parte dell'~~Emittente-Soggetto Interessato~~ non può essere trasferito all'~~Emittente-Soggetto Interessato~~ se non al termine dell'attività previsto dal Contratto. Gli Strumenti Finanziari acquistati o messi a disposizione dell'Intermediario da parte dell'~~Emittente-Soggetto Interessato~~ non possono essere destinati ad altre finalità prima del termine dell'attività previsto dal Contratto. Resta ferma l'applicazione dell'art. 132 del Tuf.

Commento [CONSOB10]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 37

9. Gli Strumenti Finanziari acquistati (venduti) in esecuzione del Contratto, e quindi non quelli che eventualmente costituiscono la posizione iniziale, devono essere venduti (acquistati) sul Mercato entro il termine del Contratto, salvo la possibilità di chiusura delle medesime posizioni entro un periodo di tempo successivo al termine del Contratto, ove tale possibilità sia prevista nel medesimo Contratto, rispettando le condizioni della presente prassi. Nel caso in cui l'attività sia posta in essere con Strumenti Finanziari o liquidità contante messi a disposizione dell'Intermediario da parte dell'~~Emittente-Soggetto Interessato~~, il Contratto può in alternativa prevedere il trasferimento degli stessi ad altro intermediario intestatario di un nuovo contratto di liquidità. ~~L'Emittente il Soggetto Interessato~~ che intende procedere di propria iniziativa alla risoluzione anticipata del Contratto ne dà notizia all'Intermediario con congruo anticipo, tenuto conto delle informazioni disponibili in merito alla dimensione delle posizioni aperte dallo stesso Intermediario e della liquidità del Mercato.

Le condizioni di indipendenza dell'Intermediario

10. L'Intermediario decide le operazioni su Strumenti Finanziari in modo indipendente. ~~L'Emittente il Soggetto Interessato~~ non deve fornire indicazioni specifiche sull'operatività, salvo per adempiere a quanto richiesto nel paragrafo 21. L'Intermediario non deve essere in rapporto di controllo con ~~l'Emittente il Soggetto Interessato~~ e deve decidere le operazioni di compravendita indipendentemente da interessi, in relazione all'andamento delle quotazioni degli Strumenti Finanziari, dell'~~Emittente~~ o dei soggetti in rapporto di controllo con ~~l'Emittente il Soggetto Interessato~~.

11. L'Intermediario deve essere organizzato in modo tale che le decisioni operative inerenti all'attività oggetto della prassi siano indipendenti dagli interessi connessi ai servizi e alle attività di investimento svolti e, in particolare, dagli ordini di negoziazione che l'Intermediario riceve dai clienti o che dispone per conto dei clienti (compresi gli eventuali ordini di negoziazione che l'Intermediario riceve dall'~~Emittente-Soggetto Interessato~~ al di fuori dei rapporti disciplinati dalla presente prassi) o per i conti propri, e viceversa.

12. Se effettuata con rischio per l'Intermediario, ~~il~~ attività di sostegno della liquidità può essere svolta in modo non separato dall'attività posta in essere dallo stesso Intermediario in qualità di *specialist* sugli Strumenti Finanziari presso il Mercato nonché da quelle indicate nel paragrafo 21 (programma di acquisto di azioni proprie effettuato in conformità alle condizioni previste dal regolamento delegato (UE) 2016/1052 CE n. 2273/2003 o da eventuali altre prassi di mercato ammesse). Resta fermo quanto previsto nel paragrafo 6 in merito alla registrazione separata delle

Commento [CONSOB11]: Modifica volta a rendere la prassi più flessibile.

informazioni ivi indicate.

13. L'unità operativa dell'Intermediario incaricata di decidere l'operatività non deve ricevere dall'~~Emittente~~ ~~Soggetto Interessato~~ alcuna informazione privilegiata.

14. Le modalità di remunerazione dell'Intermediario devono essere coerenti con la finalità dell'attività, non devono alterare l'effettiva esposizione al rischio di ciascuna parte come definita nel Contratto e non devono incentivare l'Intermediario ad influenzare i prezzi o gli scambi. A titolo di esempio, non esaustivo, la mancanza di un tetto relativo al controvalore massimo per le commissioni riferite a ciascuna operazione e all'intera attività non risulta coerente con le citate finalità. La componente fissa della remunerazione deve essere prevalente sull'eventuale componente variabile, che non può essere superiore al 15% di quella totale.

Commento [CONSOB12]: Cfr. art. 7(c) del regolamento delegato (UE) 2016/908

Le condizioni operative

15. Sostenere la liquidità comporta l'inserimento nel Mercato di proposte di negoziazione con la continuità ritenuta necessaria così da favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni e da evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

16. In condizioni ordinarie, l'Intermediario inserisce le proposte di negoziazione in ambedue i lati del mercato, non necessariamente ai prezzi migliori ed in modo simmetrico. Tendenzialmente, nel corso del rapporto il numero di Strumenti Finanziari acquistati deve essere pari a quello degli Strumenti Finanziari venduti. Pertanto, l'Intermediario deve chiudere le posizioni aperte non appena se ne presenti l'opportunità, ossia evitando di protrarre nel tempo le posizioni aperte, tenuto conto, tra l'altro, delle condizioni di liquidità del Mercato e del confronto tra i prezzi correnti e i prezzi di carico delle predette posizioni. Tutte le posizioni aperte su un Mercato devono essere chiuse nel medesimo Mercato. Eventuali incroci, con specifiche controparti, di proposte di negoziazione di segno opposto per quantitativi e/o prezzi predeterminati (c.d. *pre-arranged trades*) nonché operazioni fuori del mercato (c.d. blocchi) non sono coperti dalla prassi, pertanto non concorrono ai fini della quantificazione delle posizioni aperte e, ~~pertanto~~, ad essi non si applicano, tra l'altro, i limiti operativi e gli obblighi di trasparenza.

Commento [CONSOB13]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 23

17. Il prezzo delle proposte di negoziazione inserite o modificate dal lato degli acquisti in fase di negoziazione continua non deve essere superiore al prezzo più elevato tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo corrente della proposta di negoziazione in acquisto indipendente più elevata presente nel Mercato in cui le proposte in acquisto vengono inserite o modificate.

17-bis. Il prezzo delle proposte di negoziazione inserite o modificate in fase di asta dal lato degli acquisti deve essere inferiore al prezzo teorico dell'asta. Se il prezzo teorico non si è ancora formato, il prezzo delle proposte inserite o modificate in fase di asta segue la condizione indicata nel paragrafo 17, eventualmente riferita alle operazioni concluse nella seduta di negoziazione precedente. In ogni caso le proposte di negoziazione inserite o modificate in fase di asta non devono influenzare il prezzo finale dell'asta e devono consentire agli altri partecipanti di avere tempo sufficiente per reagire alle stesse.

Commento [CONSOB14]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 31

18. Il prezzo delle proposte di negoziazione inserite o modificate dal lato delle vendite in fase di negoziazione continua non deve essere inferiore al prezzo più basso tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo corrente della proposta di negoziazione in vendita indipendente

più bassa presente nel Mercato in cui le proposte in vendita vengono inserite o modificate.

18-bis. Il prezzo delle proposte di negoziazione inserite o modificate in fase di asta dal lato delle vendite deve essere superiore al prezzo teorico dell'asta. Se il prezzo teorico non si è ancora formato, il prezzo delle proposte inserite o modificate in fase di asta segue la condizione indicata nel paragrafo 18, eventualmente riferita alle operazioni concluse nella seduta di negoziazione precedente. In ogni caso le proposte di negoziazione inserite o modificate in fase di asta non devono influenzare il prezzo finale dell'asta e devono consentire agli altri partecipanti di avere tempo sufficiente per reagire alle stesse.

Commento [CONSOB15]: Cfr. ESMA Points for convergence n. 31

19. Ai fini dell'applicazione dei paragrafi 17, 17-bis, 18 e 18-bis, le proposte di negoziazione inserite nel Mercato e le operazioni ivi concluse dallo stesso Intermediario al di fuori dell'attività di sostegno della liquidità sono valutate come "indipendenti" ove siano rispettate le condizioni di indipendenza indicate nei paragrafi 10, 11, 13 e 14. Non sono "indipendenti" le proposte inserite e/o le operazioni concluse dall'Intermediario nell'ambito dell'eventuale svolgimento, in modo non separato, dell'attività di *specialist* sugli Strumenti Finanziari e/o di quelle attività connesse ad eventuali incarichi ricevuti in occasione di programmi di acquisto di azioni proprie inclusi quelli effettuati in conformità alle condizioni previste dal regolamento delegato (UE) 2016/1052 CE n. 2273/2003 o di altre prassi di mercato ammesse (paragrafo 21).

Commento [CONSOB16]: Modifica derivante dal nuovo quadro regolamentare europeo

20. Per gli strumenti finanziari illiquidi, il numero di Strumenti Finanziari acquistati ~~o~~ venduti su un Mercato in un giorno di negoziazione non deve essere superiore al 25% della media giornaliera di tali Strumenti Finanziari scambiati sul medesimo Mercato nei 20 giorni di negoziazione precedenti. Se, ad esempio, la media giornaliera di strumenti finanziari scambiati nel Mercato è di 100, in un giorno di negoziazione la somma degli strumenti finanziari acquistati e venduti dall'Intermediario non deve essere superiore a 25. In deroga a tale limite, l'Intermediario può comunque effettuare compravendite in un giorno fino ad un controvalore di € 20.000 (c.d. *hard threshold*).

Commento [CONSOB17]: Cfr. ESMA Points for convergence nn. 26, 29 e 30

20-bis. Per gli strumenti finanziari liquidi la percentuale sopra indicata è del 15%.

Commento [CONSOB18]: Cfr. ESMA Points for convergence nn. 27 e 30

Il limite del 25% può essere superato nei seguenti casi:

a) in specifiche ed eccezionali giornate, allo scopo esclusivo di sostenere la liquidità, a fronte della sussistenza di una straordinaria pressione in acquisto o in vendita sugli Strumenti Finanziari;

b) per un periodo di tempo comunque breve, ove sussistano condizioni di estrema illiquidità nel Mercato, fermo restando che in tale caso non può essere superato il limite del 50% della citata media;

c) in presenza di generali condizioni di mercato caratterizzate da elevata volatilità delle quotazioni, riconducibili ad eventi eccezionali, per un periodo di tempo limitato indicato con provvedimento della Consob.

Commento [CONSOB19]: Cfr. ESMA Points for convergence nn. 26 - 30

21. Nel caso in cui sia in corso un programma di acquisto di azioni proprie effettuato in conformità alle condizioni previste dal regolamento delegato (UE) 2016/1052 CE n. 2273/2003 o da eventuali altre prassi di mercato ammesse, il numero di Strumenti Finanziari acquistati dall'Intermediario da considerare ai fini dei limiti quantitativi indicati ancil paragrafi 20 e 20-bis include quello degli Strumenti Finanziari acquistati dall'Emittente-Soggetto-Interessato nell'ambito dei predetti

Commento [CONSOB20]: Modifica derivante dal nuovo quadro regolamentare europeo

programmi di acquisto. A tal fine ~~l'Emittente il Soggetto Interessato~~ conferisce le necessarie istruzioni all'Intermediario prima dell'inizio delle negoziazioni sul Mercato.

22. ~~[abrogato (cfr. paragrafi 17-bis e 18-bis)] Durante le fasi di asta, ed in particolare durante quella di chiusura, l'Intermediario deve fare attenzione affinché le proprie proposte di negoziazione i suoi ordini non esercitino un'influenza decisiva sul prezzo. Fermo quanto indicato i paragrafi 17 e 18 sui prezzi delle proposte di negoziazione, queste possono essere inserite o modificate in fase di asta a condizione che gli altri partecipanti al mercato abbiano il tempo sufficiente per reagire.~~

Commento [CONSOB21]: Cfr. sopra paragrafi 17-bis e 18-bis

23. L'Intermediario non deve operare:

- nel caso di IPO o di offerte sul mercato secondario, nei periodi in cui può avere luogo l'attività di stabilizzazione di cui all'art. ~~5 8, paragrafi (2) e (3),~~ del regolamento [CE n. 2273/2003\(UE\) n. 596/2014](#) e al regolamento delegato (UE) 2016/1052;

Commento [CONSOB22]: Modifica derivante dal nuovo quadro regolamentare europeo

- nel caso [gli Strumenti Finanziari siano oggetto](#) di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio, dalla data di annuncio dell'offerta al termine del periodo di adesione; è consentito tuttavia all'Intermediario aderire all'offerta mediante consegna dei titoli acquistati nel corso dell'attività.

La trasparenza in merito al Contratto e all'operatività

24. In occasione della conclusione del Contratto ~~l'Emittente il Soggetto Interessato~~ deve comunicare senza indugio al pubblico: l'avvenuta conclusione del Contratto; [i dati identificativi dell'Intermediario; gli Strumenti Finanziari a cui si applica la prassi; se gli Strumenti Finanziari rientrano nella categoria degli strumenti finanziari liquidi ai sensi all'articolo 22 del regolamento \(CE\) n. 1287/2006 della Commissione o in quella degli strumenti finanziari illiquidi \(paragrafo 1 lettera a\); i Mercati sui quali viene posta in essere l'attività; la data di inizio dell'attività di sostegno della liquidità; la durata dell'attività; le situazioni o le condizioni che determinano l'interruzione temporanea, la sospensione o la cessazione dell'attività;](#) ~~i dati identificativi dell'Intermediario e, qualora le regole del Mercato mettano a disposizione degli intermediari membri del Mercato il codice identificativo dell'intermediario che inserisce le proposte di negoziazione nel c.d. book di negoziazione, i dati identificativi dell'eventuale intermediario membro del Mercato incaricato dall'Intermediario per l'esecuzione delle operazioni;~~

~~i Mercati sui quali viene posta in essere l'attività;~~

~~nel caso in cui l'attività sia svolta con rischio per il Soggetto Interessato, a) il numero degli Strumenti Finanziari e/o la liquidità l'ammontare del contante messi a disposizione dell'Intermediario da parte dell'Emittente; Soggetto Interessato b) i limiti massimi per le posizioni aperte previsti al paragrafo 7; altre eventuali condizioni rilevanti del Contratto (possono non essere indicate le condizioni economiche e la durata del periodo di svolgimento dell'attività).~~

Commento [CONSOB23]: Cfr. art. 3(1)(a) del regolamento delegato (UE) 2016/908

25. Qualsiasi variazione delle informazioni comunicate ai sensi del paragrafo 24 deve essere resa pubblica senza indugio.

26. [L'Intermediario informa l'Emittente sulla situazione corrente dei conti di cui al paragrafo 6 con la opportuna periodicità ma solo al di fuori degli orari di negoziazione degli Strumenti Finanziari.](#) Nel caso in cui l'attività sia svolta con Strumenti Finanziari di proprietà dell'~~Emittente Soggetto Interessato~~, l'Intermediario deve stabilire una procedura per l'immediata comunicazione

Commento [CONSOB24]: Modifica volta ad assicurare l'indipendenza dell'operatività dell'intermediario

all'~~Emittente Soggetto Interessato~~ delle operazioni effettuate, affinché questi possa adempiere agli obblighi di comunicazione al pubblico e alla Consob previsti dalla disciplina ~~vigente~~.

~~27. Sia nel caso in cui l'attività è svolta con rischio per l'Emittente sia nel caso in cui l'attività è svolta con rischio per l'Intermediario. Nei casi, diversi da quello indicato nel paragrafo 26, in cui l'attività sia svolta con rischio per il Soggetto Interessato, l'Intermediario comunica all'Emittente Soggetto Interessato entro 15 giorni dalla fine di ogni trimestre il numero e il controvalore degli Strumenti Finanziari sia acquistati sia venduti nel trimestre in ciascun Mercato, specificando per ciascuna seduta di negoziazione: data; differenziale medio tra i prezzi delle migliori proposte di negoziazione in vendita e dei prezzi in acquisto (c.d. bid-ask spread), calcolato al momento dell'inserimento o della modifica delle proposte; dimensione media delle migliori proposte di negoziazione in vendita; dimensione media delle migliori proposte di negoziazione in acquisto; quantitativo di Strumenti Finanziari complessivamente acquistati e relativa percentuale rispetto al totale degli scambi sul Mercato; quantitativo Strumenti Finanziari complessivamente venduti e relativa percentuale rispetto al totale degli scambi sul Mercato; controvalore degli Strumenti Finanziari complessivamente acquistati; controvalore degli Strumenti Finanziari complessivamente venduti; prezzo minimo, prezzo massimo e prezzo medio dei contratti di acquisto; prezzo minimo, prezzo massimo e prezzo medio dei contratti di vendita; numero di controparti dei contratti di acquisto; numero di controparti dei contratti di vendita; posizioni complessive in Strumenti Finanziari e in liquidità detenute alla fine della seduta, rispettivamente, sul conto di deposito titoli e sul conto corrente indicati nel paragrafo 6.~~

~~Le informazioni sopra indicate sono trasmesse dall'Intermediario utilizzando l'apposito modello disponibile nel sito Consob alla pagina <http://www.consob.it/web/area-operativa-interattiva/regolamento-abusi-di-mercato>.~~

~~L'Emittente la dimensione e il prezzo medio, nonché il numero di Strumenti Finanziari che rappresentavano la posizione complessivamente aperta all'inizio e alla fine del trimestre in ciascun Mercato. Il Soggetto Interessato pubblica senza indugio le informazioni ricevute dall'Intermediario indicando nell'oggetto "comunicazione trimestrale sull'attività di sostegno della liquidità".~~

~~27-bis. Quando l'attività cessa l'Emittente deve comunicare senza indugio al pubblico: l'avvenuta cessazione dell'attività; i motivi o le cause della cessazione; le informazioni di cui al paragrafo 27 in relazione al periodo successivo all'ultima comunicazione trimestrale. Nel comunicato è indicato nell'oggetto "cessazione dell'attività di sostegno della liquidità".~~

28. Le informazioni di cui ai paragrafi 24, 25, 27 e 27-bis sono trasmesse al pubblico con le modalità previste per la pubblicazione delle informazioni privilegiate.

Le comunicazioni alla Consob e alla società di gestione del Mercato

29. Il Contratto deve essere trasmesso senza indugio, e comunque prima dell'inizio dell'attività, alla Consob e alla società di gestione del Mercato, anche in occasione di qualsiasi variazione. Il Soggetto Interessato comunica contemporaneamente alla società di gestione del Mercato la durata del Contratto, l'identità dell'eventuale soggetto incaricato dall'Intermediario per l'esecuzione delle operazioni sul Mercato nonché il limite massimo per le posizioni aperte in acquisto o in vendita indicato al paragrafo 7.

30. Contestualmente alla pubblicazione, l'Emittente comunica alla Consob le informazioni di cui ai

Commento [CONSOB25]: Cfr. art. 3(1)(b) del regolamento delegato (UE) 2016/908

Commento [CONSOB26]: Cfr. art. 3(1)(c) del regolamento delegato (UE) 2016/908

Commento [CONSOB27]: Cfr. sopra paragrafo 24

[paragrafi 27 e 27-bis via PEC all'indirizzo consob@pec.consob.it, specificando come destinatario "Divisione Mercati" e indicando all'inizio dell'oggetto "Prassi di mercato: sostegno della liquidità".](mailto:consob@pec.consob.it)

Motivo per il quale la prassi potrebbe configurare una manipolazione del mercato

Commento [CONSOB28]: Le valutazioni che seguono modificano opportunamente quelle originarie

L'attività di sostegno della liquidità potrebbe produrre indicazioni fuorvianti per i partecipanti al mercato. Essendo posta in essere dall'Intermediario per conto dell'Emittente, l'attività potrebbe favorire gli interessi dell'Emittente, quali, in particolare, quello all'aumento dei prezzi degli Strumenti Finanziari.

La riduzione dei movimenti dei prezzi derivante dall'attività di sostegno della liquidità potrebbe, inoltre, condurre a livelli artificiali di prezzo.

La prassi non beneficia dell'esenzione dai divieti di abuso di mercato di cui all'art. 5 del regolamento (UE) n. 596/2014 e all'art. 1, paragrafo 3, della direttiva 2014/57/UE.

Elenco dei criteri presi in considerazione per l'ammissione della prassi

a) Grado di trasparenza rispetto al mercato.

Conclusione dell'autorità competente e motivazione

In aggiunta alla eventuale applicazione degli obblighi previsti dalla disciplina vigente in tema di acquisto di azioni proprie, l'Emittente assicura un'adeguata trasparenza, con le modalità previste per la diffusione delle informazioni privilegiate, in merito agli elementi essenziali del Contratto e alle eventuali variazioni, come indicato nei paragrafi 24, 25, 26, 27-bis e 28.

L'Emittente pubblica inoltre trimestralmente, con le medesime modalità, le informazioni ricevute dall'Intermediario sull'operatività svolta nel periodo, come indicato nel paragrafo 27.

Il Contratto e le eventuali successive modifiche sono trasmessi alla Consob e alla società di gestione del mercato senza indugio, come indicato nel paragrafo 29.

In aggiunta, l'Intermediario fornisce trimestralmente alla Consob informazioni di dettaglio sull'attività svolta, come indicato nel paragrafo 30. Rimane fermo che la Consob può richiedere informazioni all'Intermediario e all'Emittente ai sensi della disciplina generale.

b) Livello delle garanzie del gioco delle forze di mercato e della corretta interazione fra la domanda e l'offerta

Conclusione dell'autorità competente e motivazione

La prassi non inibisce la regolare interazione fra la domanda e l'offerta. Le operazioni effettuate dall'Intermediario ai sensi della prassi costituiscono infatti reazioni ad ordini che, rispetto ai quantitativi e alle dimensioni del mercato, creano uno sbilanciamento tra la domanda e l'offerta.

Il Contratto facilita l'interazione fra la domanda e l'offerta e può costituire un fattore chiave di tale interazione in quanto la sua finalità è proprio quella di sostenere la liquidità di strumenti finanziari che altrimenti sarebbero meno liquidi, così da favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato.

La circostanza che, come indicato nei paragrafi 1c), 3, 6, 6-bis, 10, 11, 12, 13 e 14, l'attività sia svolta da un intermediario indipendente soggetto alla vigilanza della Consob e che è anche membro del Mercato favorisce la regolarità del gioco delle forze di mercato.

Inoltre, i limiti operativi indicati nei paragrafi 7, 16, 17, 17-bis, 18, 18-bis, 20, 20-bis, 21, 22 e 23 e le modalità di remunerazione dell'Intermediario indicate nel paragrafo 14 riducono la possibilità che l'attività incida sul processo di formazione dei prezzi e sulla corretta interazione tra domanda e offerta.

c) Impatto sulla liquidità e sull'efficienza del mercato**Conclusione dell'autorità competente e motivazione**

La finalità della prassi è specificamente quella di migliorare la liquidità e l'efficienza operativa ed informativa del mercato.

La trasparenza trimestrale dell'operatività effettuata, indicata nel paragrafo 27, sui quantitativi negoziati, la frequenza delle operazioni, i prezzi dei contratti conclusi, il *bid-ask spread* ed il confronto di tali dati con altri pubblicamente disponibili sullo Strumento Finanziario o su strumenti finanziari comparabili consentono, inoltre, ai partecipanti al mercato di individuare se eventuali movimenti dei prezzi causati dall'attività di sostegno della liquidità non siano coerenti con i fondamentali.

d) Meccanismo di negoziazione del mercato interessato e possibilità dei partecipanti al mercato di reagire in modo tempestivo e adeguato al nuovo situazione creata dalla prassi stessa**Conclusione dell'autorità competente e motivazione**

Nello svolgere l'attività di sostegno della liquidità, l'Intermediario deve operare sul Mercato in conformità alle modalità e agli orari di negoziazione ivi previsti. Non sono ammesse operazioni

fuori mercato.

La possibilità che l'attività incida sul processo di formazione dei prezzi è ridotta dai limiti operativi indicati nei paragrafi 7, 16, 17, 17-bis, 18, 18-bis, 20, 20-bis, 21, 22, 23 e dalle modalità di remunerazione dell'Intermediario indicate nel paragrafo 14.

Grazie alla liquidità che offre ai partecipanti al mercato, l'attività favorisce la valutazione degli Strumenti Finanziari e il corretto funzionamento del mercato.

La modalità di pubblicazione delle informazioni indicata nel paragrafo 28, analoga a quella prevista per le informazioni privilegiate, consente ai partecipanti al mercato di essere tempestivamente e simmetricamente a conoscenza delle informazioni necessarie per una corretta valutazione degli Strumenti Finanziari.

I limiti previsti per l'operatività in sede di asta o mentre è in corso un programma di acquisto di azioni proprie, indicati nei paragrafi 17, 17-bis, 18, 18-bis, 21 e 22, e le condizioni che sospendono temporaneamente l'esecuzione dell'attività, indicati nel paragrafo 23 (in caso di acquisto di IPO, offerte pubbliche, aumenti di capitale, ecc.), riducono il rischio che l'attività alteri in tali periodi la corretta percezione da parte del pubblico dei movimenti di prezzi e quantitativi scambiati.

e) Rischi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, nei quali è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta l'Unione

Conclusione dell'autorità competente e motivazione

La prassi prevede diversi meccanismi finalizzati a proteggere l'integrità del mercato. Questi meccanismi riguardano misure sull'indipendenza delle decisioni operative e sulla riduzione dei conflitti di interessi nonché condizioni volte ad evitare indesiderati effetti sui prezzi delle operazioni concluse in esecuzione della prassi.

L'operatività posta in essere dall'Intermediario è, inoltre, oggetto di comunicazione periodica alla Consob e le risorse allocate per l'esecuzione dell'attività devono essere commisurate e proporzionate all'obiettivo di sostenere la liquidità.

Il Contratto stabilisce l'indipendenza dell'Intermediario dall'Emittente, il quale non deve fornire all'Intermediario alcuna indicazione finalizzata a guidare gli interventi in acquisto o in vendita degli Strumenti Finanziari. Le decisioni operative dell'Intermediario devono essere indipendenti da interessi, in relazione all'andamento delle quotazioni degli Strumenti Finanziari, dell'Emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con l'Emittente. L'Intermediario non deve appartenere allo stesso gruppo di cui fa parte l'Emittente.

L'Intermediario deve essere organizzato in modo tale che le decisioni operative, inerenti all'attività oggetto della prassi, siano indipendenti dagli interessi connessi ai servizi e alle attività di investimento svolti e, in particolare, dagli ordini di negoziazione che l'Intermediario riceve dai clienti o che dispone per conto dei clienti (compresi gli eventuali ordini di negoziazione che l'Intermediario riceve dall'Emittente al di fuori dei rapporti disciplinati dalla prassi) o per i conti propri, e viceversa. Inoltre, le modalità di remunerazione dell'Intermediario devono rispettare il limite indicato nel paragrafo 14 e sono rese note alla Consob e alla società di gestione del Mercato.

- f) Esito di eventuali indagini sul la prassi di mercato in que stione s volte da un'autorit à competente o da a ltra autorità in particolare se la prassi ha violato norme o regole intese a prev enire abusi di mercato, o codici di condotta, sia sul mercato interessato che sui mercati direttamente o indirettamente connessi nell'Unione**

Conclusione dell'autorità competente e motivazione

Nell'esperienza della Consob non risultano (ipotesi di) violazioni della normativa in materia di abusi di mercato connesse all'attività di sostegno della liquidità attuata per il tramite di intermediari indipendenti.

Prassi simili a quella in esame sono state ammesse in altri Paesi UE.

- g) Caratteristiche strutturali del mercato interessato, tra l'altro il carattere regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di partecipanti al mercato, inclusa la quota di partecipazione al mercato dell'investitore al dettaglio**

Conclusione dell'autorità competente e motivazione

La prassi in esame riguarda strumenti finanziari negoziati a pronti su mercati nei quali la presenza di investitori al dettaglio può essere molto significativa. Tale circostanza non costituisce un rischio in quanto la prassi consente agli investitori al dettaglio di trovare controparti interessate ad acquistare e vendere Strumenti Finanziari. Pertanto, la prassi favorisce gli investitori al dettaglio.