

Milano, 19 settembre 2019

Prot. n. 41/19

Inviata tramite SIPE

Spett.le

CONSOB

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, 3

00198 – ROMA

Oggetto: Risposta di Assosim al documento di consultazione “Proposta di adozione di Linee Guida sullo svolgimento dell’operatività su azioni proprie in un contesto di mercato integro e di una Comunicazione sul riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate”

Nel ringraziare per l’utile occasione di confronto e per l’*open hearing* dello scorso 10 settembre, ASSOSIM esprime apprezzamento per il fatto che codesta Autorità abbia accolto l’invito a predisporre linee guida che, pur in mancanza di rinnovo di alcune delle prassi di mercato ammesse, definiscano modalità di operare sul mercato per ridurre il rischio di incorrere in abusi.

Resta senza dubbio la preoccupazione che le linee guida, sebbene non vincolanti, possano essere di fatto percepite come tali dagli operatori del settore. Del resto, si osserva come, pur non costituendo una scriminante, l’osservanza delle linee guida renda di fatto gli operatori, che agiscano in buona fede e perseguano finalità non fraudolente, meno esposti al rischio di sanzioni in sede penale e, ancor più, in sede amministrativa.

Sin dalla pubblicazione nell’ottobre 2017 delle Linee guida in materia di “Gestione delle informazioni privilegiate” e “Raccomandazioni di investimento”, la Consob ha chiarito che, in ragione della natura non cogente delle indicazioni di comportamento fornite, gli operatori possono adottare, anche in linea con il principio di proporzionalità, presidi organizzativi anche diversi da quelli suggeriti dall’Autorità di vigilanza nelle linee guida. Posto quanto sopra, gli operatori continuano a manifestarci, in generale, il timore che indicazioni fornite dalle Autorità nella forma di linee guida possano essere comunque percepite come vincolanti (ad esempio nell’ambito di un procedimento penale) e che essi possano conseguentemente esser chiamati a giustificare ogni loro eventuale scostamento rispetto a quanto in queste contenute, in un’ottica *comply or explain*.

Peraltro, anche in ragione dell’impatto economico che conformarsi alle linee guida in oggetto comporterà per gli intermediari, si auspica che in un futuro non troppo lontano

le linee guida proposte possano essere riconosciute quali prassi di mercato ammesse, costituendo piena scriminante per l'operatore che vi si è conformato. D'altra parte, come già espresso in occasione della consultazione in tema di prassi ammesse del settembre 2018, la scrivente resta convinta che le modifiche introdotte al MAR non siano sufficienti a giustificare l'eliminazione delle Prassi n. 2 e 3.

Si auspica inoltre che la Consob, con l'inserimento di uno specifico passaggio nelle linee guida e nell'emananda comunicazione, confermi che, quantomeno per le operazioni di buy-back e gli acquisti di titoli obbligazionari a condizioni predeterminate in corso continuo a produrre pieno effetto le menzionate prassi di mercato e che, pertanto, la loro abolizione avvenuta nel giugno scorso abbia efficacia solo per le relative operazioni deliberate successivamente a tale data.

Passando all'analisi delle singole Sezioni di cui si compongono le linee guida in discorso, la scrivente formula di seguito le osservazioni emerse dal confronto con le proprie associate, in particolare con riferimento alla sezione 4 delle linee guida, riguardante i profili organizzativi e le misure preventive da adottare.

Al paragrafo 4.3.2, relativo al caso di delega del coordinamento e della gestione delle operazioni di buy-back a un intermediario, non si comprende la ratio della disposizione che impone all'intermediario incaricato di non trovarsi in rapporto di controllo con l'emittente e di essere membro della sede di negoziazione in cui effettua il riacquisto. Tale disposizione, che non sembra trovare riscontro nemmeno nel Regolamento delegato (UE) 2016/1052, cui le linee guida si ispirano, appare alquanto limitante soprattutto per gli emittenti bancari, che molto spesso conferiscono una tale delega ad altro intermediario del gruppo, previa ovviamente predisposizione di efficaci *chinese wall* informativi.

Inoltre, proprio in ragione della già richiamata natura non cogente delle linee guida in esame, non si comprende il motivo per cui solo al paragrafo 4.3.6 (e non altrove nel documento) si affermi esplicitamente che, in caso di delega, l'intermediario può operare in modalità *riskless principal*. Tale principio dovrebbe essere esplicitato anche con riferimento alle altre modalità operative, anche al fine di tutelare l'intermediario di fronte a eventuali terzi che dovessero contestare la legittimazione dell'intermediario a operare in modalità *riskless principal* con riferimento alle altre condizioni operative.

Al successivo paragrafo 4.4, in tema di Buy-back predeterminato, le condizioni imposte all'emittente per operare secondo modalità predeterminate appaiono troppo stringenti rispetto a quelle previste nel sopra richiamato Regolamento delegato (UE) 2016/1052, cui le linee guida dichiarano di uniformarsi (un esempio su tutti la richiesta per l'emittente di dichiarare ex ante i quantitativi di ogni ordine per ciascuna giornata di mercato). Si auspica pertanto che la Consob mutui le caratteristiche per il buy-back

predeterminato dalla normativa europea già esistente, senza necessità di un maggior dettaglio.

Al paragrafo 4.7.4, dedicato alla dimensione degli ordini, viene raccomandata una percentuale del 20% nel caso di titoli illiquidi. Si auspica che, per il caso di specie, le linee guida facciano invece riferimento alle soglie di cui alle precedenti disposizioni normative, che consentivano di estendere il buy-back fino al 50% della media dei volumi negoziati nei 30gg precedenti di negoziazione o, in alternativa, quantomeno alla diversa percentuale del 25% del volume medio giornaliero, indicata nei “*Points for convergence*” dell’ESMA del 25 aprile 2017.

Al paragrafo 4.7.8, dedicato alla continuità, si afferma che “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”. In proposito si riterrebbe assai utile che venisse fornito un parametro di riferimento per individuare cosa si intenda per “percentuale elevata”.

Al paragrafo 4.7.13, relativo alla tempistica di attuazione del programma di riacquisto di azioni proprie, se è chiara la disposizione che impone l’obbligo di astenersi dall’operare in prossimità di eventi rilevanti, non altrettanto evidente risulta l’eventuale applicazione di tali disposizioni in caso di delega del coordinamento e dell’esecuzione delle operazioni a un intermediario. Laddove, infatti, un intermediario riceva delega di decidere in totale autonomia gli acquisti da effettuare e sia stato predisposto da parte dell’emittente un modello di gestione delle informazioni privilegiate che assicuri l’assenza di fughe di informazioni, non si comprende per quale motivo l’intermediario dovrebbe essere inibito dall’operare in prossimità di eventi rilevanti, con possibili ricadute negative anche a livello economico.

Infine, in relazione alla proposta di modifica alla Comunicazione del giugno 2009 sul riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate, Assosim si riserva, con l’ausilio dei propri Associati, di fornire eventualmente nel prosieguo suggerimenti di semplificazione delle modalità operative proposte, le quali, ricalcando nella sostanza quelle già previste nella prassi n. 3 abolita, rischiano – per la loro complessità - di disincentivare la pratica stessa.

Si resta a disposizione per eventuali chiarimenti e si coglie l’occasione per porgere i migliori saluti.

Il Segretario Generale
Gianluigi Gugliotta

