

**PROPOSTA DI AMMISSIONE, AI SENSI DELL'ART. 180, COMMA 1, LETT. C), DEL D.LGS. N. 58/1998), DI UNA PRASSI DI MERCATO INERENTE AL RIACQUISTO DI PRESTITI OBBLIGAZIONARI A CONDIZIONI PREDETERMINATE**

1 marzo 2012

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 30 aprile 2012 al seguente indirizzo:

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

Oppure *on-line* per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno**

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

In conformità alla procedura indicata nell'art. 41 del regolamento Consob n. 16191 del 29 ottobre 2007 (Regolamento Mercati), si sottopone alla consultazione pubblica una prassi di mercato che la Consob intende ammettere ai sensi dall'art. 180, comma 1, lett. c), del d.lgs. n. 58/1998 (Tuf).

La prassi riguarda il riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

\* \* \*

## **1. Premessa**

La disciplina in materia di abusi di mercato prevede due tipologie di esenzione rispetto alle sanzioni previste dalla stessa normativa. In particolare:

- a) la prima esenzione riguarda i c.d. *safe harbour*, che valgono per tutti gli illeciti di abuso di mercato (tutte le forme di manipolazione del mercato e l'abuso di informazioni privilegiate).

Tali *safe harbour* considerano presuntivamente legittimi i comportamenti che rispettano vincoli informativi e limiti operativi stabiliti in modo tassativo dal relativo regolamento CE n. 2273/2003 e riguardano:

- le operazioni di acquisto di azioni proprie effettuate con specifiche finalità e,
- le operazioni di stabilizzazione effettuate da intermediari incaricati da società emittenti in occasione dei collocamenti di strumenti finanziari (IPO, offerte secondarie);

- b) la seconda tipologia di esenzione attiene alle “prassi di mercato ammesse”, quale la prassi oggetto della presente consultazione, e può trovare applicazione soltanto con riferimento ad alcune fattispecie di manipolazione del mercato.

A quest'ultimo riguardo, l'art. 187-ter, comma 3, lett. a) e b), del Tuf prevede sanzioni amministrative per gli illeciti di manipolazione del mercato di tipo operativo, ossia per quelle manipolazioni del mercato poste in essere esclusivamente per il tramite di ordini immessi od operazioni concluse sul mercato<sup>1</sup>.

L'art. 187-ter, comma 4, del Tuf stabilisce inoltre specifiche tutele laddove prevede che: *“Per gli illeciti indicati al comma 3, lettere a) e b), non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato”*.

La normativa comunitaria ha attribuito alle singole autorità nazionali, in funzione della specifica conoscenza dei relativi mercati, la competenza a individuare ed ammettere, nei rispettivi Paesi, le diverse “prassi di mercato ammesse”.

L'art. 180, comma 1, lett. c), del Tuf definisce, infatti, le “prassi di mercato ammesse” come quelle *“prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003”*.

Gli artt. 40 e 41 del Regolamento Mercati, indicano, rispettivamente, le condizioni che le prassi devono soddisfare e la procedura che la Consob deve seguire per la loro ammissione<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Art. 187-ter:

*“3. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di cui al comma 1 chiunque pone in essere:*

*a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari;*

*b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale”*.

<sup>2</sup> Art. 40 (Criteri per l'ammissione delle prassi)

*“1. Ai fini dell'applicazione degli articoli 181, comma 2, e 187-ter, comma 4, del Testo Unico la Consob nel valutare l'ammissibilità di una prassi di mercato di cui all'articolo 180, comma 1, lettera c) del Testo Unico tiene conto dei seguenti criteri non esaustivi:*

*a) il grado di trasparenza della prassi rispetto all'intero mercato;*

*b) la necessità di salvaguardare il regolare funzionamento del mercato e la regolare interazione fra la domanda e l'offerta;*

*c) il livello di impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato;*

*d) il grado in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione dei mercati interessati e permette ai partecipanti al mercato di reagire prontamente e adeguatamente alla nuova situazione creata dalla prassi stessa;*

*e) il rischio inerente alla prassi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità;*

*f) l'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato, svolta da un'autorità competente o da altra autorità (...), con particolare riguardo alle ipotesi in cui la prassi abbia violato norme e regole dirette a prevenire gli abusi di mercato, ovvero codici di condotta, sul relativo mercato o su mercati direttamente o indirettamente connessi nella Comunità;*

*g) le caratteristiche strutturali del mercato interessato, ivi compresa la circostanza che trattasi di mercato regolamentato o no, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio.*

*2. Nel tener conto della condizione prevista al comma 1, lettera b), la Consob analizza in particolare l'impatto della prassi rispetto ai principali parametri di mercato, quali le specifiche condizioni del mercato prima di porre in essere tale prassi, la formazione del prezzo medio ponderato di una singola sessione o del prezzo di chiusura giornaliero.*

*3. Non si considerano inammissibili le prassi di mercato ed in particolare le prassi nuove ed emergenti per il solo fatto che le stesse non sono state ancora ammesse.*

*4. La Consob riesamina regolarmente le prassi che ha ammesso, tenendo anche conto dei cambiamenti significativi del contesto del mercato interessato, quali modifiche delle regole di negoziazione o dell'infrastruttura del mercato”*.

Art. 41 (Procedure per l'ammissione della prassi)

*“1. Ai fini dell'ammissione di una prassi di mercato ovvero della valutazione del riesame dell'ammissibilità di una*

Con delibera n. 16839 del 19 marzo 2009, la Consob ha già ammesso due prassi di mercato inerenti, rispettivamente, all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino titoli".

## **2. Richiesta di Assosim**

In data 27 maggio 2011 Assosim ha presentato alla Consob una richiesta per l'ammissione di una prassi di mercato relativa all'attività posta in essere da specifici intermediari (detti anche *Price Makers*) incaricati dall'emittente di riacquistare (solitamente in misura parziale) strumenti finanziari a condizioni predeterminate specificate nel prospetto d'offerta e/o di quotazione volte a salvaguardare il valore dei titoli medesimi qualora il mercato esprima un peggioramento del merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione.

Al verificarsi di tali condizioni gli intermediari incaricati procedono a riacquistare lo strumento finanziario sul mercato a prezzi calcolati utilizzando lo *spread* implicito nella remunerazione riconosciuta agli obbligazionisti al momento dell'emissione (che solitamente riflette anche il merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione) e non quello correntemente indicato dal mercato (come ricavabile da altre informazioni, quali, ad esempio, i prezzi di altri strumenti finanziari emessi dallo stesso emittente o, comunque, correlati). Per tale motivo si dice che gli intermediari incaricati inseriscono le loro proposte di acquisto sul mercato a prezzi che esprimono lo "*spread* di emissione" e non lo "*spread* di mercato"<sup>3</sup>.

## **3. Caratteristiche della prassi**

La prassi relativa al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate è stata prevista negli ultimi anni da prospetti di ammissione e/o di quotazione di alcune obbligazioni bancarie.

---

*prassi precedentemente ammessa, la Consob avvia, anche su segnalazione dei soggetti interessati, una procedura di consultazione acquisendo il parere:*

*a) degli organismi pertinenti, quali i rappresentanti degli emittenti, dei soggetti abilitati, dei consumatori, di altre autorità, delle società che gestiscono i mercati;*

*b) di autorità competenti estere quando esistono mercati comparabili, ad esempio, per struttura, scambi e tipo di operazioni.*

*2. La Consob pubblica le decisioni adottate, corredate di una descrizione appropriata della prassi oggetto di valutazione. Tale pubblicazione include una descrizione dei criteri presi in considerazione per la decisione, in particolare qualora siano state raggiunte conclusioni diverse da quelle di altri Stati comunitari.*

*3. La Consob trasmette senza indugio le decisioni adottate al Committee of European Securities Regulators (Cesr).*

*4. La Consob pubblica, indicando il mercato di riferimento, l'elenco aggiornato delle prassi ammesse in Italia ai sensi dell'articolo 180, comma 1, lettera c), del Testo unico e delle prassi ammesse negli altri Stati comunitari individuate sulla base dell'elenco pubblicato dal Committee of European Securities Regulators (Cesr). L'elenco pubblicato dalla Consob contiene anche una sezione relativa alle prassi che la Consob ha ritenuto non ammissibili.*

*5. Qualora siano già state avviate indagini su ipotesi di violazione delle disposizioni indicate nel Titolo I-bis della Parte V del Testo Unico attinenti alla prassi in questione, la procedura di consultazione di cui al presente articolo può essere rinviata fino al termine delle indagini o delle eventuali relative sanzioni.*

*6. Una prassi ammessa a seguito della procedura di consultazione prevista dal presente articolo può essere modificata solo a seguito della stessa procedura di consultazione".*

<sup>3</sup> Solitamente lo *spread* di emissione oggetto della prassi non coincide perfettamente con quello rilevabile dai dati di mercato al momento dell'emissione, in quanto l'emittente usa riconoscere una remunerazione inferiore a quella coerente con il proprio *spread* creditizio, ovvero con le caratteristiche dell'emissione; circostanza questa che viene rappresentata nei prospetti d'offerta con l'evidenziazione dei cc.dd. "costi impliciti".

La finalità dell'attività di riacquisto di strumenti finanziari a condizioni predeterminate è quella di consentire agli investitori *retail* che tipicamente detengono tali obbligazioni dal momento del collocamento di liquidare l'investimento prima della scadenza a condizioni migliori rispetto a quelle conseguenti all'eventuale peggioramento del merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione.

L'attività di riacquisto rende quindi più appetibili le emissioni. In quest'ottica tali strumenti finanziari possono essere considerati alla stregua di prodotti parzialmente coperti dal punto di vista del c.d. rischio emittente, seppur entro limiti quantitativi prefissati e nell'ambito delle condizioni di volta in volta definite contrattualmente tra l'emittente e gli intermediari incaricati e rese note nel prospetto di offerta e/o di quotazione.

Solitamente, infatti, l'attività di riacquisto è prevista fino ad un limite (*buffer*) compreso tra il 10% ed il 40% dell'emissione.

In sostanza, l'attività consiste nell'acquisto sul mercato, qualora si verifichino predeterminate condizioni, di strumenti finanziari a prezzi più elevati di quelli *fair*, cioè di quelli in linea con il loro valore teorico e che, verosimilmente, il mercato esprimerebbe in assenza di tale attività<sup>4</sup>.

Le obbligazioni oggetto della prassi sono destinate alla quotazione in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, e possono essere negoziate tramite internalizzatori sistematici.

Il prospetto di offerta e/o di quotazione e gli accordi contrattuali tra l'emittente e gli intermediari incaricati specificano quale percentuale dell'emissione sia oggetto dell'attività di riacquisto e determinano le condizioni da cui dipende l'inizio di tale attività con riferimento a parametri rappresentativi del rischio di credito dell'emittente e/o delle caratteristiche dell'emissione (queste ultime possono, ad esempio, essere rappresentate dal grado di subordinazione dello strumento).

Tipicamente, nel caso in cui l'intermediario incaricato dell'attività non sia l'emittente stesso, il contratto che disciplina i rapporti tra le parti prevede in capo all'emittente l'obbligo di riacquistare i titoli comprati sul mercato dall'intermediario incaricato secondo tempi e modalità negoziate dalle parti.

\* \* \*

La Consob vede con favore la prassi in esame, chiaramente volta a tutelare gli investitori *retail*, che, normalmente, non dispongono di adeguati strumenti di valutazione dei problemi relativi al *pricing* del merito di credito dell'emittente e/o dell'emissione. La Consob ritiene che la prassi in esame possa trovare applicazione in relazione ai prestiti obbligazionari emessi da soggetti di qualsiasi natura (intermediari finanziari, società non bancarie, ecc.).

Oltre ad approvare diversi prospetti, la Consob ha già avuto modo di trattare l'attività di riacquisto a condizioni predeterminate in due Comunicazioni<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Per tale motivo l'attività di riacquisto è potenzialmente suscettibile di essere valutata come manipolativa ai sensi dell'art. 187-ter, comma 3, lett. a) e b), del Tuf e per tale motivo è opportuno – benché non strettamente necessario – riconoscere formalmente la prassi ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. c), del Tuf.

<sup>5</sup> Nella Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, con riferimento ai prodotti finanziari illiquidi, la Consob ha ritenuto l'attività utile a garantire la condizione di liquidità, il cui perseguimento è necessario ai fini della

Ai sensi dell'art. 41 del Regolamento Mercati e in conformità al modello indicato dal CESR (ora ESMA) per le consultazioni in materia ("*Market Abuse Directive – First set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*", CESR/04-505b), di seguito sono rappresentate la descrizione della prassi, la motivazione per la quale esiste il rischio che la prassi possa dare luogo a manipolazioni del mercato (ed è quindi opportuna una sua formale ammissione da parte della Consob) e le valutazioni della Consob con riguardo ai criteri per l'ammissione della prassi indicati nell'art. 40, comma 1, del Regolamento Mercati.

### **Prassi di mercato ammessa n. 3**

#### **Descrizione della prassi di riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate**

##### 1. Definizioni

1.1. Ai fini della presente prassi si intendono per:

- a) **Strumenti Finanziari:** obbligazioni e altri titoli di debito, non convertibili né scambiabili con azioni o con altri valori mobiliari equivalenti ad azioni, emessi dall'Emittente, quotati nei mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea o ammessi alle negoziazioni su richiesta dell'Emittente nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani (di seguito "MTF") e in relazione ai quali il Soggetto Interessato abbia assunto un impegno di riacquisto sul Mercato a Condizioni Predeterminate in conformità alla presente prassi;
- b) **Emittente:** soggetto che emette gli Strumenti Finanziari;
- c) **Soggetto Interessato:** Emittente o terzo che abbia concluso con l'Emittente un accordo concernente l'operatività oggetto della presente prassi che si impegna a riacquistare gli Strumenti Finanziari sul Mercato, a Condizioni Predeterminate, direttamente o tramite un

realizzazione del principio del miglior interesse del cliente espresso nella direttiva 2004/39/CE (MiFID). In particolare, nel definire le linee di livello 3 della disciplina comunitaria, ha affermato che: "*La condizione di liquidità, presunta ma non assicurata di diritto dalla quotazione del titolo in mercati regolamentati o in MTF, potrebbe essere garantita anche dall'impegno dello stesso intermediario al riacquisto secondo criteri e meccanismi prefissati e coerenti con quelli che hanno condotto al pricing del prodotto nel mercato primario*".

Nella Comunicazione n. 9053316 dell'8 giugno 2009 ("*Prestiti obbligazionari caratterizzati da attività di sostegno della liquidità e obbligo di riacquisto da parte dell'emittente in base a criteri predeterminati*") la Consob ha fissato una serie di adempimenti informativi in capo agli emittenti al fine di consentire agli investitori di beneficiare di una maggiore trasparenza in relazione agli effetti che detta attività potrebbe determinare per la parità di trattamento degli obbligazionisti e per la corretta valutazione di tali strumenti finanziari.

In particolare, dato che gli acquisti effettuati dagli intermediari incaricati possono essere realizzati fino al raggiungimento di un ammontare predeterminato (*buffer*), espresso in termini percentuali sul totale nominale emesso, si configura il rischio che, in caso di deterioramento del merito di credito, non tutti gli obbligazionisti possano beneficiare dell'attività di riacquisto. La stessa circostanza che è noto che il *buffer* ha dimensioni limitate potrebbe dare avvio ad una "corsa" tra gli obbligazionisti alla vendita dei titoli prima che si esaurisca il *buffer*.

Si osserva, peraltro, che il contratto che regola i rapporti tra gli intermediari incaricati e l'emittente prevede solitamente che quest'ultimo debba acquistare dai primi – entro prestabiliti termini temporali – i titoli acquistati sul mercato in osservanza del contratto. Questa clausola semplifica le modalità di copertura degli intermediari incaricati per l'attività che svolgono, ma esiste il rischio che questi interrompano unilateralmente l'attività qualora ritengano probabile il *default* dell'emittente, per il timore che lo stesso non sarà in grado di riacquistare i titoli in ottemperanza alle clausole contrattuali. Paradossalmente, quindi, l'efficacia dell'attività di riacquisto verrebbe compromessa proprio quando le richieste di vendita degli obbligazionisti diventano più pressanti per via del peggioramento del rischio di credito dell'emittente.

Con la Comunicazione n. 9053316 la Consob ha dunque introdotto adempimenti informativi da porre in essere sia nella fase di collocamento e ammissione alla negoziazione, attraverso l'inserimento di adeguate informazioni nel prospetto di offerta e/o di quotazione, sia nella fase di negoziazione in cui è attivo il meccanismo di riacquisto, attraverso la pubblicazione di informazioni in via continua.

Intermediario sulla base degli accordi di cui al successivo art. 3;

- d) **Intermediario:** intermediario, italiano o estero, abilitato ai servizi e alle attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. a), del d.lgs. n. 58/1998, che provvede all'immissione delle proposte di acquisto sul/i Mercato/i o che conferisce tale incarico ad altro intermediario conformemente a quanto previsto al successivo art. 4, comma 2. Tale figura può coincidere con quella di Soggetto Interessato nel caso in cui quest'ultimo svolga direttamente la funzione descritta nella presente lettera;
- e) **Condizioni Predeterminate:** condizioni, stabilite in fase di emissione dei titoli, alle quali gli Strumenti Finanziari sono riacquistati sul Mercato a prezzi superiori a quelli che sarebbero espressi sul Mercato in assenza della prassi in esame. Tali condizioni sono espresse in termini di *credit spread* e possono trovare applicazione all'intera emissione o fino al raggiungimento di un quantitativo massimo di Strumenti Finanziari in acquisto pari a quello previsto all'art. 5, comma 1, lett. a);
- f) **Credit spread:** porzione di premio per il rischio espressa in termini di differenziale tra il rendimento dello Strumento Finanziario e il tasso *risk-free*. Tale porzione dovrebbe adeguatamente remunerare il rischio di credito dell'Emittente e/o dell'emissione e riflette la probabilità di *default* dell'Emittente. Il *credit spread* incorporato nel prezzo di collocamento del titolo, che non necessariamente coincide con il *credit spread* quotato dal mercato al momento dell'emissione, è detto anche *spread* di emissione;
- g) **Mercato o Mercati:** mercato regolamentato (di seguito "MR") e/o MTF e/o internalizzatore sistematico (di seguito "IS") italiani sul/i quale/i viene posta in essere l'attività di riacquisto;
- h) **Soggetto Coordinatore:** In presenza di più Intermediari, il soggetto che seleziona e coordina gli stessi ai fini dello svolgimento dell'attività di riacquisto;
- i) **Soggetto Delegato:** soggetto eventualmente incaricato dal Soggetto Interessato di ricevere, elaborare e trasmettere al pubblico le informazioni ricevute dall'Intermediario o dal soggetto incaricato di cui al successivo art. 4, comma 2.

## 2. Ambito di operatività della prassi

2.1. L'attività di riacquisto degli Strumenti Finanziari deve essere posta in essere su tutti i Mercati nei quali gli Strumenti Finanziari stessi sono ammessi a negoziazione e può essere svolta da un IS solo laddove sia al tempo stesso posta in essere, alle stesse condizioni, anche su un mercato regolamentato o un MTF italiani.

## 3. I contratti relativi all'attività di riacquisto

3.1. Nel caso in cui il Soggetto Interessato non provveda a riacquistare esso stesso gli Strumenti Finanziari, i diritti e gli obblighi dei soggetti che possono essere a vario titolo coinvolti nell'attività di riacquisto, ivi compresi, a mero titolo di esempio, il Soggetto Interessato, l'Intermediario, il collocatore, il responsabile del collocamento e il Soggetto Coordinatore, devono essere disciplinati nell'ambito di uno o più contratti scritti che, nel loro insieme, prevedano quanto meno:

- a) i limiti e le condizioni, comprese le Condizioni Predeterminate, alle quali l'Intermediario, in conformità alle informazioni fornite al pubblico ai sensi dell'art. 5, si impegna a riacquistare gli Strumenti Finanziari sul Mercato a Condizioni Predeterminate;
- b) i limiti e le condizioni, comprese le Condizioni Predeterminate, alle quali il Soggetto Interessato si impegna a riacquistare dall'Intermediario gli Strumenti Finanziari acquistati dall'Intermediario sul Mercato in forza degli accordi in argomento;
- c) le informazioni che l'Intermediario deve fornire al Soggetto Interessato e, ove previsto, al Soggetto Delegato, al fine di consentire a questi di adempiere agli obblighi di cui al successivo art. 5, comma 6;

- d) l'impegno dell'Intermediario ad inserire direttamente le proposte di negoziazione nel Mercato o a trasmetterle ad un soggetto a tal fine incaricato, conformemente a quanto previsto nel successivo art. 4, comma 2;
- e) i limiti e le condizioni alle quali l'Intermediario può essere sostituito o revocato ovvero può essere affiancato con altro Intermediario nello svolgimento dell'attività di cui alla presente prassi;
- f) l'obbligo per l'Intermediario e/o per il soggetto da quest'ultimo incaricato di mantenere evidenza di tutte le informazioni attinenti agli ordini immessi sul Mercato, alle operazioni concluse e al relativo regolamento e di consentire, pertanto, di identificare gli Strumenti Finanziari oggetto dell'attività di riacquisto;
- g) per ciascun Mercato, il solo Intermediario, o intermediario eventualmente da questi delegato, designato a svolgere l'attività.

#### 4. Le condizioni operative

- 4.1. L'Intermediario espone sul Mercato proposte di acquisto degli Strumenti Finanziari a Condizioni Predeterminate nei limiti e alle condizioni previste nelle informazioni fornite al pubblico ai sensi dell'art. 5. L'attività deve essere svolta con regolarità, nel rispetto del principio della continuità operativa e con modalità non discriminatorie;
- 4.2. L'Intermediario può esporre direttamente sul Mercato le proposte di acquisto degli Strumenti Finanziari a Condizioni Predeterminate o conferire apposito incarico ad un diverso intermediario; in ciascun Mercato un solo Intermediario, o un solo intermediario da questi incaricato, è designato a svolgere l'attività;
- 4.3. le procedure adottate dall'Intermediario 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;
- 4.4. l'unità operativa dell'Intermediario incaricata di porre in essere l'attività di cui agli accordi contemplati all'art. 3 non deve ricevere dal Soggetto Interessato alcuna informazione privilegiata.

#### 5. Informazioni relative all'impegno di riacquisto

- 5.1. Qualora l'impegno di riacquisto sul Mercato degli Strumenti Finanziari a Condizioni Predeterminate sia assunto dal Soggetto Interessato in fase di emissione degli Strumenti Finanziari, ad integrazione di quanto previsto dalle disposizioni al riguardo vigenti, il prospetto di offerta o di quotazione, se dovuti in Italia, devono altresì contenere le seguenti informazioni:
  - a) una descrizione chiara e completa delle modalità e dell'eventuale estensione (dalla fase di attivazione a quella di disattivazione) dell'attività di riacquisto, nonché degli eventuali limiti dell'attività stessa, ivi compreso il quantitativo massimo di Strumenti Finanziari che saranno riacquistati sul Mercato a Condizioni Predeterminate, e delle relative condizioni, comprese le Condizioni Predeterminate;
  - b) ove già nota, l'identità dell'eventuale Intermediario/i e, in presenza di più Intermediari, dell'eventuale Soggetto Coordinatore;
  - c) ove già nota, l'identità dell'eventuale diverso intermediario al quale l'Intermediario ha conferito l'incarico ad immettere le proposte di acquisto sul Mercato;
  - d) l'indicazione del Mercato sul quale viene posta in essere l'attività di riacquisto a Condizioni Predeterminate e, ove già nota, dell'Intermediario designato a svolgere l'attività su tale Mercato o dell'intermediario da questi incaricato;

- e) un'avvertenza circa la possibilità che le quotazioni sul Mercato degli Strumenti Finanziari siano influenzate in maniera prevalente dall'attività di riacquisto degli stessi a Condizioni Predeterminate;
  - f) un'avvertenza che, al raggiungimento dei limiti quantitativi previsti alla precedente lett. a), il prezzo delle proposte esposte sul Mercato dall'Intermediario tornerà a riflettere le sole condizioni di mercato e potrà risultare, pertanto, inferiore, anche in misura significativa, alle proposte fino ad allora esposte a Condizioni Predeterminate;
  - g) una rappresentazione di tutte le circostanze al ricorrere delle quali l'attività di riacquisto può essere interrotta e/o l'Intermediario può essere sostituito. Tra le citate circostanze deve essere evidenziato se la prassi viene meno nel caso di declassamento dell'Emittente/emissione al di sotto di un livello predefinito o negli altri casi in cui l'Intermediario dubiti della capacità dell'Emittente di onorare l'impegno assunto per il successivo acquisto dei titoli;
  - h) l'indicazione delle informazioni che verranno successivamente fornite al pubblico e le relative modalità;
  - i) l'indicazione se le eventuali vendite siano idonee a ricostituire il quantitativo massimo di obbligazioni acquistabile (*refreshing*).
- 5.2. Qualora l'impegno di riacquisto a Condizioni Predeterminate sia assunto dal Soggetto Interessato in una fase successiva all'emissione degli Strumenti finanziari o non ricorra l'obbligo di pubblicazione in Italia di un prospetto di offerta o di quotazione, le informazioni di cui sopra devono essere fornite al pubblico con le modalità previste per la pubblicazione delle informazioni privilegiate e con comunicati giornalieri successivi per un minimo di cinque giorni lavorativi dopo la prima diffusione.
- 5.3. Ove non già fornite nel prospetto di offerta o di quotazione o nei comunicati di cui al comma 2, le informazioni di cui alle lettere b), c) e d) di cui al comma 1 devono essere comunicate al pubblico senza indugio con le modalità previste per la pubblicazione delle informazioni privilegiate, fermo restando l'obbligo di procedere all'aggiornamento della documentazione d'offerta nel rispetto dei casi previsti dal regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999.
- 5.4. Qualsiasi variazione delle informazioni di cui ai commi precedenti deve essere resa pubblica senza indugio con le modalità previste per la pubblicazione delle informazioni privilegiate.
- 5.5. Nel corso del rapporto il Soggetto Interessato o, a seconda delle circostanze, il Soggetto Delegato devono comunicare senza indugio al pubblico:
- a) il ricorrere in concreto delle eventuali condizioni, indicate al precedente comma 1 lett. a), che determinano il dovere dell'Intermediario di esporre sul Mercato proposte di acquisto a Condizioni Predeterminate;
  - b) il venir meno delle condizioni di cui alla lettera precedente con l'avvertenza che, in assenza delle stesse, le proposte di acquisto non possono più essere esposte sul Mercato a Condizioni Predeterminate;
  - c) il raggiungimento o il superamento delle soglie del 25%, 50%, 75%, 85%, 90% 95% e 100% del quantitativo massimo di Strumenti Finanziari acquistati sul Mercato a Condizioni Predeterminate nonché la riduzione al di sotto di tali soglie del quantitativo di Strumenti Finanziari acquistati dall'Intermediario ai sensi della presente prassi in caso di *refreshing* del quantitativo stesso.
- 5.6. Il Soggetto Interessato è responsabile verso la Consob, la società di gestione del Mercato e verso gli investitori delle informazioni da rendere al mercato in conformità alla presente prassi. Il Soggetto Delegato è responsabile nei confronti del Soggetto Interessato per l'elaborazione dei dati, ricevuti dagli Intermediari, relativi alle operazioni di riacquisto sul Mercato degli Strumenti Finanziari a Condizioni Predeterminate e per la trasmissione degli avvisi al pubblico in sostituzione del Soggetto Interessato. L'Intermediario è responsabile verso il Soggetto Interessato e l'eventuale Soggetto Delegato della completezza e correttezza dei suddetti dati.



Motivi per i quali la prassi potrebbe dare luogo a manipolazioni del mercato

L'attività di riacquisto è effettuata a prezzi che non tengono conto del deterioramento del merito di credito dell'emittente intervenuto dal momento dell'emissione degli strumenti finanziari.

Pertanto le quotazioni offerte dagli intermediari incaricati risulteranno più elevate di quelle che il mercato esprimerebbe senza l'attività di riacquisto.

L'attività, in assenza delle apposite cautele previste dalla prassi che si intende disciplinare, rischia di produrre indicazioni fuorvianti per i partecipanti al mercato.

La prassi non beneficia dell'esenzione dai divieti di abuso di mercato di cui all'art. 8 della direttiva 2003/6/EC in quanto non è conforme alle condizioni indicate nel regolamento CE n. 2273/2003.

Criteri per l'ammissione della prassi

- Grado di trasparenza della prassi rispetto all'intero mercato.

Considerazioni della Consob

La trasparenza rispetto al mercato è assicurata dal rispetto degli obblighi informativi già previsti dal prospetto di offerta e/o di quotazione e dalla Comunicazione Consob n. 9053316 dell'8 giugno 2009, e ripresi nella proposta di Assosim con riferimento all'impegno di riacquisto, alle modalità con cui questo viene assolto, alle ipotesi di interruzione dell'attività di riacquisto, al raggiungimento di soglie prefissate di titoli acquistati sul mercato.

- Necessità di salvaguardare il regolare funzionamento del mercato e la regolare interazione fra la domanda e l'offerta.

Considerazioni della Consob

La prassi favorisce l'interazione tra domanda e offerta, aumentando la liquidità del mercato degli strumenti interessati.

L'attività di riacquisto deve essere effettuata nel rispetto della continuità operativa. Dal momento in cui l'attività ha avvio gli intermediari incaricati devono provvedere agli acquisti senza soluzione di continuità anche durante la medesima seduta: non è sufficiente inserire nel mercato offerte per un quantitativo minimo giornaliero.

- Livello di impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato.

Considerazioni della Consob

La presenza dell'impegno al riacquisto consente di migliorare la liquidità degli strumenti interessati, rendendo gli strumenti obbligazionari più facilmente smobilizzabili, e a condizioni di smobilizzo migliori rispetto a quelle che il mercato esprimerebbe in caso di peggioramento del merito di credito dell'emittente o dell'emissione.

Le condizioni poste sulla trasparenza e sulla continuità, anche intragiornaliera, dell'attività assicurano un ordinato svolgimento delle negoziazioni e consentono agli investitori di riconoscere l'impatto della prassi sul processo di formazione dei prezzi.

- Il grado in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione dei mercati interessati e permette ai partecipanti al mercato di reagire prontamente e adeguatamente alla nuova situazione creata dalla prassi stessa.

Considerazioni della Consob

Il rispetto delle condizioni poste sulla trasparenza consente agli investitori di riconoscere l'impatto della prassi sul processo di formazione dei prezzi e di reagire prontamente.

Il rispetto dei meccanismi di negoziazione dei mercati interessati è inoltre assicurato dall'osservazione delle modalità e degli orari di negoziazione negli stessi previsti.

- Il rischio inerente alla prassi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità.

Considerazioni della Consob

Le condizioni poste sulla trasparenza assicurano l'immediata disponibilità di informazioni che potrebbero avere un effetto su mercati direttamente o indirettamente collegati a quelli in cui viene posta in essere l'attività.

La prassi prevede che l'attività venga svolta con regolarità, nel rispetto della continuità operativa e con modalità non discriminatorie. Inoltre, l'unità operativa dell'intermediario incaricata di porre in essere l'attività di riacquisto non deve ricevere dall'emittente alcuna informazione privilegiata.

Tali indicazioni riducono il rischio che la prassi possa minare l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente collegati.

- L'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato, svolte da un'autorità competente o da altra autorità di cui all'articolo 12, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE, con particolare riguardo alle ipotesi in cui la prassi abbia violato norme e regole dirette a prevenire gli abusi di mercato ovvero codici di condotta, sul relativo mercato o su mercati direttamente o indirettamente connessi nella Comunità.

Considerazioni della Consob

Non risultano ipotesi di violazione della normativa in materia di abusi di mercato connesse all'attività di riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate.

- Le caratteristiche strutturali del mercato interessato, ivi compresa la circostanza che trattasi di mercato regolamentato o no, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio.

Considerazioni della Consob

La prassi ha ad oggetto strumenti finanziari collocati presso la clientela *retail* di intermediari emittenti o collocatori e prevede che l'attività di riacquisto venga posta in essere su MR, MTF e IS, consentendo quindi a tale clientela di beneficiare di più mercati su cui negoziare nonché di una maggiore liquidità.

- Nel tener conto della condizione prevista dall'art. 40, comma 1, lett. b), del Regolamento Mercati, la Consob analizza in particolare l'impatto della prassi rispetto ai principali parametri di mercato, quali le specifiche condizioni del mercato prima di porre in essere tale prassi, la formazione del prezzo medio ponderato di una singola sessione o del prezzo di chiusura giornaliero.

Considerazioni della Consob

La Consob ha analizzato l'impatto della prassi rispetto ai principali parametri di mercato e ha, di conseguenza, previsto che l'attività di riacquisto a condizioni predeterminate sia sottoposta ad una serie di condizioni di trasparenza e operative.

La Consob monitorerà le operazioni che verranno effettuate ai sensi della nuova prassi ed esaminerà il loro impatto sui principali parametri di mercato.

In conformità alla normativa, la prassi sarà approvata con apposito provvedimento della Consob.