

# Consob nelle operazioni di buyback riduce gli spazi di manipolazione

## FINANZA

Dal 30 giugno riviste le regole sul riacquisto di azioni proprie

Da evitare le condotte che incidano eccessivamente sulla formazione dei prezzi

Lukas Plattner

Cancellate, dal 30 giugno, le prassi di mercato sull'acquisto di azioni proprie per la costituzione di magazzini titoli (prassi 2) e sul riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate (prassi 3). È la strada scelta dalla Consob, con la delibera 20876 del 3 aprile. In questo modo, viene ridotto il rischio di comportamenti manipolativi ma, allo stesso tempo, cambiano le condizioni per gli operatori, che avranno

meno spazi per beneficiare dei "safe harbour", le esenzioni da sanzioni previste dal Testo unico della finanza.

La cessazione di queste prassi è stata decisa dall'Autorità dopo una consultazione. Nel documento posto in consultazione veniva proposto di modificare le prassi sull'attività di sostegno della liquidità del mercato (prassi 1) per renderla coerente con le disposizioni relative alla Mar (Market abuse regulation, regolamento Ue 596/2014) e al regolamento delegato 2016/908/Ue, nonché con i cosiddetti points for convergence delineati dall'Esma, l'Autorità europea di settore, nel dicembre 2016 e di far cessare le prassi 2 e 3.

Per le società quotate su Aim Italia, mercato di crescita per le Pmi, è peraltro in corso di definizione in sede comunitaria una prassi di mercato sui contratti di liquidità, nonché un intervento al livello 2 da parte dell'Esma. In futuro, gli emittenti quotati su Aim Italia potranno scegliere se avvalersi di una prassi di mercato ammessa nello Stato membro

o di quella che sarà specificamente prevista da Mar.

Dal 30 giugno gli emittenti potranno, quindi, avvalersi unicamente della prassi attinente all'attività di sostegno della liquidità del mercato, beneficiando del "safe harbour" del Testo unico della finanza: non potranno, cioè, essere sanzionati né a livello penale né a livello amministrativo per manipolazione del mercato. Qualora l'emittente voglia effettuare acquisti di azioni proprie per costituire un magazzino titoli, dovrà rispettare gli obblighi previsti dalla normativa nazionale, come quello di parità di trattamento. Questi acquisti non godranno, però, del "safe harbour".

Come rilevato anche da Consob nella relazione illustrativa, l'acquisto di azioni proprie può essere legato a diverse finalità, di per sé legittime, purché gli ordini di acquisto vengano inseriti nel mercato con modalità particolari. Sono da evitare, ad esempio, una non necessaria aggressività, che incida significativamente sul processo di formazione dei

prezzi, o pressioni continue che soffochino domanda e offerta. Verranno fornite specifiche linee guida per ridurre il rischio di incorrere in comportamenti manipolativi.

Secondo Consob, il mancato riconoscimento dello status di prassi di mercato agli acquisti per la costituzione del magazzino titoli «non deve essere fonte di preoccupazione per gli emittenti. Del resto, nessun altro emittente nell'Ue oggi gode di tale protezione». Resta però il fatto che, soprattutto per le Pmi con titoli illiquidi, la costituzione di un magazzino titoli per operazioni di M&A è piuttosto difficile nel breve o medio periodo e forse anche nel lungo, considerata la necessità per l'emittente di adottare stringenti limiti di volumi e prezzi, per evitare di incorrere in qualsivoglia manipolazione.

Il dubbio è che per le operazioni di M&A sia forse più congeniale seguire la strada dei conferimenti in natura, che meglio si prestano all'emissione di un numero di azioni spesso rilevante, da

utilizzare quale corrispettivo per l'acquisto di una partecipazione sociale o di un compendio aziendale. Resta fermo, per gli acquisti di azioni proprie effettuati in relazione alle finalità di cui all'articolo 5, comma 2, lettera a), b) e c) del Mar, il più ampio "safe harbour" di cui all'articolo 183 del Tuf, che esclude l'applicazione delle disposizioni relative all'abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato per le operazioni volte a ridurre il capitale dell'emittente, a soddisfare obblighi derivanti da strumenti di debito convertibili in azioni o ad adempiere agli obblighi derivanti da programmi di incentivazione azionaria destinati, ad esempio, ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione. In questi casi, l'avvio del programma va comunicato al mercato, così come le operazioni effettuate entro la fine della settimana giurata di borsa successiva alla data di esecuzione, con tutti i dettagli relativi alle operazioni effettuate.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Obiettivo: sanare situazioni border line per il mercato

## L'IMPATTO

Il giudizio di Natali (4 Aim): va evitato di consumare il denaro della quotazione

Andrea Franceschi

Con il termine «buyback» ci si riferisce alla pratica di riacquisto di azioni proprie da parte di una società emittente. I motivi per cui un'azienda decide di riacquistare azioni proprie possono essere i più vari ma è soprattutto per sostenere le quotazioni del titolo che si fanno i buyback. Quando un'azienda riacquista azioni proprie riduce il numero dei pezzi in circolazione e di conseguenza il loro valore sale. Ma quando una pratica ben nota e consolidata rischia di travalicare il confine della legittimità e può rappresentare una forma di manipolazione di mercato?

Le variabili in gioco sono tante. Una molto importante è quella della liquidità. L'impatto di un'operazione di buyback può essere infatti mitigato se un titolo è molto scambiato e quindi molto liquido. Viceversa il rischio è quello di influenzare in maniera determinante il meccanismo di formazione dei prezzi. In genere questo succede per i titoli a minor capitalizzazione le cui quotazioni sono più facilmente influenzabili da un singolo ordine di acquisto o vendita.

Non è un caso che il recente provvedimento Consob sui buyback riguardi anche le cosiddette "micro-cap" che fanno parte del listino Aim di Borsa italiana delle piccole e medie imprese. La liquidità di questo mercato è migliorata molto con l'introduzione dei Pir (piani individuali di risparmio) ma resta comunque inferiore alla media dei titoli quotati a Piazza Affari e quindi è maggiore il rischio manipolazione. La nuova

regolamentazione potrebbe contribuire a sanare situazioni critiche secondo Giovanni Natali, presidente di 4 Aim, società di investimento del gruppo Ambromobiliare specializzata in titoli del listino Aim (leader di mercato con 33 quotazioni su Aim seguite, stando all'ultimo dato disponibile): «Consob - spiega - ha fatto chiarezza su una tematica delicata e molto "border line"».

Regolamentando queste operazioni - è l'opinione del gestore - l'autorità ha messo dei paletti sulla loro legittimità a seconda del contesto: «Non amo le operazioni di buyback - spiega - perché sostanzialmente comportano una riduzione del patrimonio netto dell'azienda. Chi si quota sull'Aim lo fa per raccogliere fondi per finanziare piani investimenti sul business. Con i buyback di fatto si restituiscono queste risorse al mercato il che, a mio parere, ha poco senso. Ciò detto ci sono situazioni specifiche in cui possono avere finalità positive come, ad esempio, quella di creare un "magazzino titoli" in vista di fusioni o acquisizioni oppure ai fini di remunerazione dei manager tramite stock option. Fare trading sulle azioni proprie non ricade tra queste».

Non è compito della società emittente - ha stabilito la Consob - operare sui mercati per garantire la liquidità. «La liquidità - sostiene Natali - si crea portando investitori sui titoli Aim, con i Pir o con veicoli dedicati come la nostra società».

Certo poi ci sono i soggetti terzi a cui le società possono affidarsi, come i cosiddetti "liquidity provider". Anche su questo fronte tuttavia la Consob è intervenuta. Per arginare il rischio di manipolazione di mercato per conto terzi e incentivare comportamenti scorretti è stato infatti previsto che la remunerazione di questi soggetti sia prevalentemente fissa.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## ACQUISTI DI TERZI

# Sostegno con volumi limitati per i titoli illiquidi

Intermediari indipendenti: per loro dovrà prevalere la retribuzione fissa

Remunerazione fissa degli intermediari prevalente su quella variabile. E una distinzione netta tra titoli liquidi e illiquidi, per i quali sono previsti limiti più stringenti. L'8 aprile la Consob ha pubblicato alcune modifiche alla prassi sull'attività di sostegno della liquidità del mercato. Le modifiche si sono rese necessarie per adeguare questa disciplina alla normativa delineata dal Mar (Market abuse regulation, regola-

mento Ue 596/2014) e dalla direttiva Mad2 (Market abuse directive, 2014/57/Ue). La prassi sarà sottoposta all'Esma, l'Autorità che sorveglia il mercato finanziario europeo.

A dicembre 2016 l'Esma aveva già approvato alcuni punti (i cosiddetti points for convergence) sui quali far convergere le prassi nazionali.

La prassi prevede che un soggetto interessato a sostenere la liquidità di un titolo (l'emittente o un soggetto controllante) conferisca a un intermediario l'incarico di svolgere in modo indipendente questa attività, per agevolare il regolare svolgimento delle negoziazioni, evitando movimenti

anomali del prezzo. L'intermediario agisce in modo indipendente: le modalità di remunerazione non devono influenzare l'esposizione al rischio.

Le modifiche riguardano tre aspetti principali. Quanto alla struttura della prassi, viene chiarito che l'attività di sostegno liquidità riguarda solo azioni e quote di fondi chiusi negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione su richiesta dell'emittente e con riferimento a sedi di negoziazione italiane. Viene, poi, introdotta una distinzione tra strumenti finanziari liquidi (definiti dall'articolo 22 del regolamento Ce 1287/2006) e illiquidi (che non rientrano in questo

elenco). Per i titoli illiquidi sono previsti limiti più stringenti quanto all'allocazione della liquidità per l'operatività e ai volumi di acquisto e vendita.

Diversamente da quanto previsto dai points for convergence, l'Autorità non ha ritenuto di introdurre la categoria dei titoli altamente liquidi: in Italia gli emittenti che appartengono a questa categoria sono un'eccezione. Quanto alle modalità di remunerazione dell'intermediario, per non creare incentivi a un'operatività più intensa di quanto necessario, è stato specificato che la componente fissa debba essere prevalente su quella variabile (non potendo

questa superare il 15% del totale).

Con riferimento ai limiti operativi, la prassi da ora non sarà applicabile a operazioni fuori mercato. In tema di trasparenza, è stata mantenuta la cadenza trimestrale dell'informativa al pubblico e alla Consob e sono state eliminate le informative in merito al numero delle controparti in acquisto e vendita, alla dimensione media delle proposte di negoziazione in acquisto e vendita e alla dimensione complessiva della liquidità detenuta a fine giornata. Resta, invece, ferma l'informativa sul bid-ask spread medio.

—L.PI.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

INFORMAZIONE PROMOZIONALE

## MILANO - Territorio d'eccellenza per Valori, Innovazioni e Persone

# Una giornata in Europa per riscoprirne il valore

Assolombarda presenta "Il Valore dell'Europa", quarto volume dedicato ai temi strategici per la crescita delle imprese, delle persone e del territorio

La presentazione del libro si terrà lunedì 6 maggio, ore 12, presso il Teatro Franco Parenti di Milano, alla presenza di Carlo Bonomi, Presidente Assolombarda; Enrico Cereda, Vicepresidente Assolombarda; Ferruccio Resta, Segretario Generale CRUI e Rettore Politecnico di Milano. Sempre al Teatro Franco Parenti alle ore 10 andrà in scena "Una giornata in Europa", live performance rivolta ai giovani perché prendano coscienza di cosa significhi Europa e consapevolezza dei Diritti di Cittadinanza in vista delle elezioni per l'Europarlamento. Interverranno testimonial d'eccezione come Malika Ayane, Matteo Caccia, Lella Costa, il milanese imbruttito Germano Lanzoni, Sofia Viscardi, con la moderazione di Pierluigi Pardo che guiderà il pubblico in un viaggio di (ri)scoperta delle origini e del significato di essere europei oggi. Le conclusioni saranno affidate a Carlo Bonomi, Presidente di Assolombarda. Ingresso libero previa iscrizione: [eventi@assolombarda.it](http://eventi@assolombarda.it)



ASSOLOMBARDA

## L'hangar più grande al mondo del nuovo aeroporto di Pechino sceglie i nastri radianti TUB-ONE di IMPRESIND

Leader nella produzione di sistemi di riscaldamento radiante a gas, Impresind firma l'accordo con la China Southern Airlines per la fornitura di nastri radianti a gas nell'hangar con la campata più lunga al mondo del Beijing Daxing International Airport. L'area di 390.000 m<sup>2</sup> può contenere fino a 12 velivoli, compresi 2 jumbo A380, 3 Boeing 777 a fusoliera larga e 7 aerei a fusoliera stretta. "Siamo entusiasti per la fornitura dei nostri sistemi di riscaldamento radiante per questo prestigioso progetto - dichiara il GM Paolo Campolmi - è il terzo contratto che sigliamo con la China Southern Airlines, a conferma dell'apprezzamento per la qualità e affidabilità Made in Italy dei nostri prodotti". - [www.impresind.com](http://www.impresind.com)



## AUTOTRASPORTI FERRARIO, S.T.M. LOGISTICA. Un'ottima soluzione per il trasporto e la gestione delle merci

Nata nel 1972 dalla passione per l'autotrasporto di Roberto Ferrario, prosegue con successo alla guida delle nuove generazioni che hanno mantenuto intatta la serietà e la dedizione al cliente del fondatore. Parte del Network One Express per il trasporto su pallet, Autotrasporti Ferrario opera in ambito nazionale, internazionale, intermodale e nella gestione integrata della logistica. Da sempre orientata all'innovazione, investe in moderne tecnologie, strutture e attrezzature per rispondere ogni giorno con professionalità alle molteplici richieste del mercato con le soluzioni più adatte a ogni necessità del cliente. - [www.autotrasportiferrario.it](http://www.autotrasportiferrario.it)



## IDEAGRAFICA, il packaging più evoluto per l'industria farmaceutica e nutraceutica

Nata dalla capacità imprenditoriale visionaria della famiglia Pettinari, da più di 15 anni Ideagrafica opera con successo nel settore lito-cartotecnico, imponendosi tra i maggiori player nella stampa per il settore farmaceutico, nutraceutico e cosmetico. Realizza astucci e foglietti illustrativi per aziende italiane e straniere, a cui associa la competente consulenza tecnica e grafica. Vanta macchine da stampa di ultima generazione con controllo e memorizzazione dei parametri colore, fustellatrici altamente performanti e macchine incollatrici capaci di effettuare controlli di qualità in linea, dotate di tecnologici meccanismi di confezionamento automatico. La capacità del management di anticipare i cambiamenti del mercato, aggiornarsi sulle novità di settore, investire in nuove tecnologie e selezionare collaboratori fidati e competenti è la chiave principale del suo successo. - [www.ideagrafica.ink](http://www.ideagrafica.ink)



## ABG SYSTEMS rinnova la logistica del tessile con software predittivi, tracciabilità e automazione

Investire nelle persone, innovare con creatività e considerare i clienti come partner sono i punti cardine che hanno trasformato in poco più di un decennio una piccola start-up in un'azienda leader di un mercato che è ancora sconosciuto a molti. ABG Systems progetta e realizza soluzioni per la gestione logistica di ogni tessile impiegato in ambito ospedaliero, industriale e alberghiero. Tracciabilità e distribuzione automatica garantiscono efficienza, qualità e rispetto dei più alti standard igienici. Con 4 aziende in Italia, Canada, Germania e Polonia, ABG vanta oltre 350 installazioni in 20 paesi e un trend di crescita in continuo aumento. - [www.abg.systems](http://www.abg.systems)



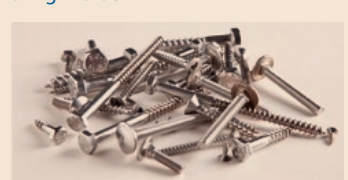
## SAMI, "tradizione di innovazione" nella progettazione e costruzione di cavi elettrici e ottici speciali



SAMI è la family company a marchio Reale presente da oltre 50 anni nel mercato dei produttori di cavi elettrici e ottici speciali ad alta qualità ed elevate prestazioni, attiva in diversi settori tra cui militare, aerospace, trasporti, automotive, energia, Oil&Gas, illuminotecnica, motori elettrici e medicale. L'eccellenza caratterizza e distingue l'azienda fin dalla sua fondazione mentre l'attenzione alla ricerca di materiali innovativi, gli investimenti nei processi e nelle tecnologie di produzione e la continua collaborazione con i clienti per lo sviluppo di nuove soluzioni costruttive la attestano come un punto di riferimento di mercato. Ha ottenuto la certificazione ISO 9001 (dal 1992) e le qualifiche di prodotto NAV, UL/CSA, DNV, ABS, IMO. - [www.sami.it](http://www.sami.it)

## KING da 50 anni commercializza bulloneria e viteria inossidabile. Stock di 20.000 referenze in una sede di 12.000 mq

Con grande dedizione e duro lavoro, un passo dopo l'altro King si è ritagliata un ruolo importante in campo internazionale tra i big del settore. "La ricchezza della famiglia è l'azienda e l'azienda è una grande famiglia", è da sempre il motto di Andrea e Luca Biagi rispettivamente CEO e CFO di King che, grazie a importanti investimenti in campo logistico e IT, pone al centro della sua mission la piena soddisfazione del cliente attraverso la fornitura della giusta soluzione per ogni necessità. Con una sede di 12.000 m<sup>2</sup> e 20.000 prodotti sempre pronti a magazzino, è punto di riferimento e partner affidabile nel tempo per oltre 1000 clienti. [www.king-inox.it](http://www.king-inox.it)



## SERBELLONI DISPLAY LAB MILANO, dai valori della produzione industriale a quelli professionali ed umani

Nata nel 2016 a Melegnano dal progetto di Stefano Monferini, imprenditore nel settore della comunicazione sul punto vendita da oltre 35 anni, Serbelloni Display Lab Milano pone al centro la tecnologia e l'implementazione progettuale per la comunicazione sul punto vendita - POP unito all'allestimento e vestizione delle aree nella grande distribuzione - e la flessibilità di un gruppo industriale che offre alta tecnologia nella sottoproduzione di manufatti in plastica, tra i materiali più eclettici sul mercato. Attraverso taglio e incisione a laser passa dalla fornitura dell'espositore da terra o da banco all'obolo per barche, fino ai materiali di sottoproduzione per le macchine da caffè. Per i prossimi 5 anni l'obiettivo rimane la continua crescita professionale, economica e umana. [www.serbelloni.com](http://www.serbelloni.com)



## RESINDION, un'azienda KAITEKI per una chimica sostenibile

Specializzata nella creazione di resine sintetiche a scambio ionico, adsorbenti, catalizzatori e biocatalizzatori per applicazioni industriali, Resindion festeggia i 60 anni di attività e 30 di appartenenza al Gruppo Mitsubishi Chemical. Attraverso R&D e l'esperienza maturata nello sviluppo dei polimeri, realizza prodotti che si adattano alle specifiche esigenze dei clienti, supportandoli nella progettazione di nuovi processi nel rispetto della Green Chemistry. In linea con il principio KAITEKI Value for Tomorrow (Benessere sostenibile per le persone, la società e il nostro pianeta Terra) ricerca nuovi sviluppi della chimica per conciliare natura e comunità, con particolare attenzione all'Economia Circolare.

