

## **Quali sono le principali previsioni normative che disciplinano la negoziazione delle azioni delle Banche Popolari?**

Le norme che disciplinano la negoziazione delle azioni delle Banche Popolari sono costituite dalla Direttiva 2014/65/EU ("MiFID II") e dal Regolamento (UE) n. 600/2014 ("MiFIR") che, dal 3 gennaio 2018, regolamentano i mercati finanziari dell'Unione Europea.

Con riferimento alla negoziazione dei titoli illiquidi tra i quali le azioni delle Banche Popolari è rilevante la Comunicazione Consob n. 0092492 del 18 ottobre 2016, "*Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale*".

Il Regolamento (UE) n. 575/2013 ed il Regolamento (UE) n. 241/2014 hanno inoltre fissato limiti stringenti alla possibilità per le Banche al riacquisto delle azioni proprie, subordinandolo, tra l'altro, all'autorizzazione della Banca d'Italia al fine di garantire il mantenimento di adeguati livelli patrimoniali.

## **Cosa stabilisce la Comunicazione Consob del 18 ottobre 2016?**

Con la citata Comunicazione la Consob ha raccomandato agli emittenti di avvalersi per la trattazione delle proprie azioni di uno dei tre sistemi di negoziazione ammessi dalla MiFID II: Mercato Regolamentato (Borsa), Internalizzatore sistematico e Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) al fine di garantire una maggiore trasparenza e liquidabilità degli stessi.

La stessa Autorità prescrive che «*qualora l'intermediario ritenga di non avvalersi della struttura e del funzionamento di una sede di negoziazione multilaterale [...], dovrà attentamente valutare, sotto la propria responsabilità, nell'ambito delle proprie policy, che il processo di distribuzione in concreto adottato rispetti adeguate condizioni di trasparenza e di efficienza*».

## **Ma tale raccomandazione impone un obbligo per le Banche Popolari?**

La Comunicazione della Consob non impone giuridicamente l'obbligo di negoziare le azioni emesse da una Banca Popolare su un mercato regolamentato o su un MTF, ma – con un intervento che possiamo definire di "*moral suasion*" – raccomanda agli emittenti e agli intermediari di assumere iniziative improntate a garantire una maggiore trasparenza delle negoziazioni di tali strumenti finanziari, parità di trattamento degli investitori e maggiore liquidabilità dell'investimento.

Nel caso in cui l'intermediario non dovesse aderire alla raccomandazione dell'Autorità, quest'ultima prescrive all'intermediario medesimo di comunicare e illustrare nel dettaglio le motivazioni che lo hanno indotto a non uniformarsi alla Comunicazione e in che modo intenda soddisfare adeguate condizioni di trasparenza ed efficienza delle negoziazioni.

Per tali motivi, in adesione a quanto raccomandato dalla Consob, la quasi totalità delle banche popolari si è determinata nel senso di richiedere l'ammissione delle azioni di propria emissione alla negoziazione sul mercato HI-MTF. Ad oggi risulta quotata in detto mercato la quasi totalità delle Banche Popolari assimilabili per dimensioni al nostro Istituto.

### **Quali sono le principali novità introdotte dalla direttiva MiFID2 e dal regolamento MiFIR?**

La direttiva MiFID2 ed il regolamento MiFIR hanno comportato l'eliminazione - a far data dall'1/1/2018 dei sistemi bilaterali (Mediazione, Crossing System, ovvero Scambi Organizzati) ed imposto la riconduzione dei sistemi di negoziazione delle azioni alle figure tipizzate ovvero:

1. Mercato Regolamentato (Borsa)
2. Internalizzatore sistematico (IS)
3. Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)

Non è possibile, quindi organizzare negoziazioni su sistemi al di fuori delle tipologie di sedi disciplinate dal legislatore, compresi i Sistemi di Scambi Organizzati già esclusi dalla normativa introdotta dalla MIFID I.

### **Cosa è un mercato regolamentato?**

Il mercato regolamentato è un sistema multilaterale dove, nel rispetto di un apposito regolamento, vengono immesse da più intermediari, per conto proprio o dei loro clienti, proposte di acquisto e/o di vendita di strumenti finanziari che possono incontrarsi in base a regole non discrezionali in modo da dare luogo a contratti.

I mercati regolamentati sono autorizzati dalla Consob a condizione che il gestore del mercato rispetti determinati requisiti previsti dalla normativa e che il regolamento del mercato sia conforme alla disciplina dell'Unione Europea e idoneo ad assicurare la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

Tipico esempio di mercato regolamentato è il Mercato Telematico Azionario ("MTA") gestito da Borsa Italiana S.p.A..

### **Potrebbero essere le azioni della Banca quotate su un mercato regolamentato?**

La quotazione delle azioni su un mercato regolamentato, ad esempio su MTA, non risulta una soluzione percorribile per le azioni delle banche popolari a scarso flottante (il flottante rappresenta la parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario).

## **Cosa è un Internalizzatore Sistemático?**

L'Internalizzatore Sistemático è un sistema che può essere adottato dagli intermediari abilitati al servizio di negoziazione per conto proprio i quali, in modo organizzato, frequente e sistemático, negoziano strumenti finanziari direttamente, eseguendo gli ordini dei clienti.

E' l'unico sistema di negoziazione bilaterale ammesso dalla MIFID 2, nel quale l'intermediario si interpone in ogni operazione, acquistando, al prezzo da esso stesso stabilito, dai clienti che vogliono vendere e vendendo a quelli che vogliono acquistare.

L' Internalizzatore Sistemático si riconduce all'attività di negoziazione in conto proprio limitata ai propri clienti e assicurerebbe la liquidità, eseguendo in ogni caso gli ordini del cliente.

A tal ultimo proposito, oltre agli elevati costi organizzativi e procedurali per l'adozione di un tale sistema, la principale problematicità è rappresentata dalla circostanza che la Banca deve sempre garantire più che soddisfacenti livelli di adeguatezza patrimoniale, per assicurare i quali la normativa di settore pone una serie di vincoli ai rimborsi.

Infatti, le operazioni di riacquisto, per qualsivoglia motivazione, devono essere contenute entro un plafond autorizzato dalla Banca d'Italia che non può superare il 2% dei mezzi propri della Banca. Pertanto, la possibilità di intervento della Banca sarebbe molto limitata considerando che a fronte di tale plafond vanno poste anche le richieste di rimborso per morte del socio.

## **Cosa è un sistema multilaterale di negoziazione (MTF)?**

L' MTF - acronimo delle parole inglesi "Multilateral Trading Facility" traducibile in "Sistema Multilaterale di Negoziazione" - è un sistema di scambi multilaterale, simile al Mercato Regolamentato, soggetto all'autorizzazione ed al controllo della Consob ed aperto a tutti i soggetti ad esso collegati.

Tali mercati, nel quale il prezzo si forma liberamente in base alla legge della domanda e dell'offerta, garantiscono la standardizzazione e la massima trasparenza degli scambi. La Consob conferisce ad essi la presunzione di liquidità.

## **Quali sono le caratteristiche principali del mercato HI-MTF?**

HI-MTF è un sistema multilaterale di negoziazione gestito da Hi-Mtf Sim S.p.A., all'uopo autorizzata dalla Consob.

Il Regolamento di HI-Mtf (segmento "*Order Driven Azionario*") prevede che il prezzo di inserimento degli ordini nel *book* di negoziazione sia contenuto entro determinate "bande di oscillazione", che rappresentano il limite massimo di variazione del prezzo di esecuzione rispetto al prezzo di riferimento dell'azione. Tali bande rimangono fisse per predeterminati periodi di tempo, all'interno dei quali si misura la consistenza degli scambi, e vengono ampliate solo al mancato raggiungimento di determinati controvalori scambiati, nell'intento appunto di cercare di attutire e ammortizzare nel tempo eventuali movimenti di prezzo anche al ribasso.

## Come funziona il mercato HI-MTF?

Per poter accedere al mercato HI MTF occorre presentare apposita domanda stabilendo un prezzo di avvio delle negoziazioni delle azioni, cd. "prezzo di riferimento" iniziale.

Tale prezzo deve essere determinato dal Consiglio di Amministrazione della Banca, con il parere del Collegio Sindacale, sulla base di una perizia estimativa di un terzo esperto indipendente in possesso di elevati requisiti di professionalità che valuta il prezzo delle azioni tenuto conto degli aspetti patrimoniali e reddituali, attuali e prospettici, della Banca.

Il prezzo di riferimento delle negoziazioni deve essere calcolato sulla base delle informazioni e della documentazione societaria non anteriore a 6 mesi dalla data di inizio delle negoziazioni e varia quando gli scambi raggiungono una quantità significativa predefinita (c.d. Soglia di Riferimento) all'interno di un periodo di osservazione. Ad ogni nuovo prezzo di riferimento prende il via un nuovo periodo di osservazione.

Gli ordini conferiti dalla clientela vengono abbinati mediante un sistema di aste settimanali. I limiti di inserimento degli ordini in fase di avvio delle negoziazioni sono fissati a +/-8% del prezzo di riferimento. Il "prezzo d'asta" è il prezzo al quale vengono conclusi i contratti nella giornata di negoziazione e non coincide necessariamente con il prezzo di riferimento.

Il Periodo di osservazione degli scambi della durata di un anno è suddiviso in 6 Periodi intermedi di osservazione di 2 mesi ciascuno. Il Consiglio deve, inoltre, stabilire delle soglie (*soglia minima, soglia di liquidità e soglia di riferimento*) espresse in termini di rapporto tra controvalore degli scambi e capitalizzazione di mercato (data dal prodotto tra numero di azioni in circolazione e Prezzo di riferimento).

## Che cosa sono la soglia minima, la soglia di liquidità e la soglia di riferimento? Cosa accade nel caso non vengano raggiunte?

- La **soglia minima** identifica il controvalore di scambi minimi in assenza dei quali, al termine del periodo intermedio di osservazione (due mesi) viene obbligatoriamente ampliato il limite di inserimento degli ordini (banda di oscillazione);
- La **soglia di liquidità** identifica il controvalore di scambio misurato in tutto il periodo di osservazione ed al mancato raggiungimento dà avvio ad un periodo di controllo;
- La **soglia di riferimento** identifica il controvalore di scambio significativo raggiunto il quale viene calcolato un nuovo prezzo di riferimento, come media ponderata dei prezzi rilevati nel periodo di osservazione. Potrà essere definita dall'Emittente all'inizio di ogni periodo di osservazione e variata una volta l'anno. Viene calcolata sulla capitalizzazione di mercato dell'Emittente;

Alla fine di ogni Periodo intermedio di osservazione, in caso di mancato raggiungimento della **Soglia Minima**, il limite iniziale di oscillazione di +/- 8% viene ampliato del +/- 4%.

Il prezzo di riferimento cambia solo in corrispondenza del raggiungimento della **Soglia di Riferimento**, definita dall'emittente all'avvio delle negoziazioni, all'interno di un intervallo prestabilito (compreso tra 1% e 3%).

Se alla fine del periodo di osservazione viene raggiunta la **Soglia di Liquidità** (pari alla Soglia Minima x 6) si ricalcola il prezzo di riferimento come media ponderata dei prezzi delle aste tenutesi nel periodo; in caso contrario, comincia un **Periodo di Controllo** della durata di 6 mesi suddiviso in 3 periodi intermedi di controllo di 2 mesi ciascuno. In questo caso, l'emittente è tenuto a comunicare un nuovo prezzo di riferimento. Il limite di oscillazione del prezzo viene inizialmente fissato ad un livello pari a quello valido nell'ultima asta e la soglia minima, la soglia di riferimento e la soglia di liquidità vengono poste pari alla metà di quelle valide nel periodo di osservazione precedente.

### **Che cosa sono i Limiti di inserimento degli ordini e di validazione del prezzo teorico d'asta?**

I limiti di inserimento degli ordini e di validazione del prezzo teorico d'asta ("banda di oscillazione") sono definiti come percentuale del Prezzo di riferimento e identificano il limite massimo di variazione del prezzo di inserimento degli ordini, o del Prezzo teorico d'asta, rispetto a tale prezzo. Gli ordini immessi al di fuori di tali limiti sono automaticamente rifiutati.

Un Prezzo teorico d'asta che non rispetti tali limiti non sarà validato e, conseguentemente, non saranno conclusi contratti. HI-MTF pubblica tali limiti sul proprio sito, mantenendoli aggiornati.

In fase di avvio delle negoziazioni, l'emittente comunica al Mercato per il tramite dell'aderente diretto i predetti limiti, scelti all'interno dell'intervallo stabilito dal Mercato stesso.

### **Cosa comporta la non adesione ad HI MTF?**

Le azioni resterebbero assolutamente illiquide, con l'impossibilità di negoziarle (salvo lo scambio tra le parti) e con impatti di ordine strategico, precludendo anche per il futuro, la possibilità di collocare nuove azioni al pubblico.

La mancata quotazione delle azioni avrebbe inevitabili ripercussioni, così come si evince dalla menzionata Raccomandazione Consob, nell'ambito dell'ordinaria attività di vigilanza.

### **Cosa consegue dall'adesione a HI MTF?**

- Piena conformità alla citata Raccomandazione Consob del 18/10/2016;
- possibilità di attivare politiche di incentivazione all'acquisto della qualità di socio in ottica di fidelizzazione della clientela;
- possibilità per gli azionisti di dismettere l'investimento subordinatamente alla presenza nel Sistema di ordini in acquisto abbinabili per quantità e prezzo;
- il prezzo dell'azione potrebbe subire, ancorchè gradualmente, delle oscillazioni, in linea con i rapporti espressi dal mercato;
- presunzione da parte della Consob di liquidità del titolo e di rispetto delle condizioni

- di trasparenza e di efficienza del processo di distribuzione;
- possibilità per investitori istituzionali e/o professionali di acquistare azioni o prestiti obbligazionari (importante in ottica MREL) a fronte delle notevoli limitazioni all'acquisto di strumenti finanziari di emittenti non quotati;
  - aumento potenziale del bacino degli investitori per la dimensione nazionale del mercato HI-Mtf.