

CIRCOLARE n. 1/2006
RISERVATA AI CLIENTI E AI CORRISPONDENTI DELLO
STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI

www.ghidini-associati.it

(N.B. La presente circolare è meramente informativa e non costituisce parere)

ATTUAZIONE CONSOB DELLA
DISCIPLINA COMUNITARIA
SU MARKET ABUSE E PROSPETTI
INFORMATIVI

Delibera Consob n. 15232 del 29.11.05 - Attuazione Direttiva 2003/06/CE in materia di market abuse e Direttiva 2003/71/CE in materia di prospetti informativi - Modifiche al Regolamento Consob n. 11971/1998 (c.d. Regolamento Emittenti)

Delibera Consob n. 15233 del 29.11.05 - Attuazione Direttiva 2003/06/CE in materia di market abuse - Modifiche al Regolamento Consob n. 11768/1998 (c.d. Regolamento Mercati)

1. La disciplina regolamentare e l'entrata in vigore

Approvate dalla Consob in data 29.11.2005 le modifiche ai regolamenti di attuazione del Testo Unico della Finanza n. 11971/98 (c.d. Regolamento Emittenti - in seguito, per brevità, RE) e n. 11768/98 (c.d. Regolamento Mercati - in seguito, RM), in attuazione della nuova disciplina comunitaria in materia di *market abuse* (Direttiva 2003/06/CE) e prospetti informativi (Direttiva 2003/71/CE e Regolamento n. 809/2004/CE).

Le nuove disposizioni in materia di prevenzione degli abusi di mercato, che si segnalano soprattutto per la previsione di più stringenti obblighi informativi in capo agli emittenti, sono in vigore dal **1 gennaio 2006**, ad eccezione di alcune disposizioni del Regolamento Emittenti (in materia di trasparenza delle ricerche, operazioni su azioni proprie, registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, *internal dealing*) e del Regolamento Mercati (relative agli obblighi di segnalazione delle operazioni sospette) che entreranno in vigore il **1 aprile 2006**.

Le novità in materia di prospetti informativi e prospetti di quotazione sono in vigore dal **1 gennaio 2006**; si applicano quindi alle richieste di autorizzazione alla pubblicazione di prospetti di sollecitazione o di quotazione pervenute alla Consob a partire da tale data.

2. Disciplina delle informazioni su eventi e circostanze rilevanti (art. 65 bis e ss. RE)

Con le modifiche regolamentari sono state introdotte disposizioni volte a garantire la qualità della comunicazione al pubblico delle informazioni su eventi e circostanze *price sensitive*, suscettibili cioè di influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione o della quotazione.

Tra le innovazioni più significative si segnalano la previsione in capo agli emittenti dell'**obbligo di tenere costantemente aggiornate le informazioni pubblicate**, della possibilità di provvedere all'ulteriore **diffusione delle informazioni attraverso il sito internet dell'emittente** e del **divieto di diffondere al pubblico le informazioni con modalità confondibili con l'attività di marketing dell'emittente** (art. 66 RE).

Sono state poi previste alcune fattispecie in cui, al ricorrere di determinate condizioni, gli emittenti possono ritardare la comunicazione degli eventi o delle circostanze rilevanti, al fine di non pregiudicare i propri legittimi interessi (ad esempio, quando la società sta portando a termine un'operazione sul mercato, e la comunicazione al pubblico potrebbe compromettere l'esito o il normale andamento dell'operazione). In tutti i casi di **comunicazione differita**, tuttavia, gli emittenti sono tenuti a garantire la massima riservatezza sul contenuto dell'informazione. Se non ottemperano a tale obbligo, e l'informazione in qualche modo perviene a soggetti non autorizzati, si deve procedere alla immediata comunicazione al pubblico nelle forme ordinarie (comunicazione alla società di gestione del mercato, ad almeno due agenzie di stampa e alla Consob) (art. 66 bis RE).

3. Acquisto di azioni proprie (art. 144 bis RE)

Al fine di garantire la parità di trattamento tra gli azionisti (cfr. nuova formulazione dell'art. 132 TUF) sono state introdotte specifiche condizioni concernenti il **programma di riacquisto delle azioni**, in particolare relative alla delibera assembleare di autorizzazione al compimento dell'operazione, alla tipologia delle operazioni ammesse e alla trasparenza del mercato.

Quanto invece alle modalità di acquisto, si segnala in particolare la previsione di due nuove fattispecie, in aggiunta a quelle già previste (offerta pubblica di acquisto e negoziazione sul mercato), consistenti nell'**acquisto/vendita di strumenti derivati negoziati nei mercati regolamentati con materiale consegna delle azioni sottostanti**, da una parte, e nell'**attribuzione ai soci, in proporzione alle azioni possedute, di un'opzione di vendita delle azioni all'emittente**, dall'altra (c.d. *reverse right*, art. 144 bis RE, comma 1°, lett. c e d).

4. Operazioni di compravendita effettuate dai manager e dai principali azionisti (c.d. *internal dealing*)

In attuazione della disciplina dettata dal nuovo testo dell'art. 114, comma 7° TUF, sono state introdotte alcune disposizioni volte a garantire la trasparenza delle operazioni poste in essere da soggetti che con maggiore probabilità dispongono di informazioni privilegiate sull'emittente (c.d. *soggetti rilevanti*), quali tipicamente **i manager e gli azionisti con partecipazioni superiori al 10 per cento della società emittente**, nonché le persone a questi "*strettamente legate*" (c.d. *internal dealing*).

Le nuove disposizioni in particolare concernono le modalità e la tempistica delle necessarie comunicazioni all'Autorità di vigilanza e al pubblico delle operazioni sulle azioni dell'emittente o su strumenti finanziari collegati ad esse poste in essere dai soggetti rilevanti (art. 152 *sexies* – 152 *octies* RE).

5. Correttezza e trasparenza delle ricerche (artt. 69 – 69 *decies* RE)

Di particolare interesse anche le innovazioni introdotte nel Regolamento Emittenti quanto agli **obblighi in materia di correttezza delle raccomandazioni** (definite quali "*ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito ad uno o più strumenti finanziari indicati all'art. 180, comma 1, lett. a) TUF o a emittenti di tali strumenti finanziari, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti*"). E' il delicato e spinoso tema dell'esternazione dei risultati di analisi finanziaria.

Tra le innovazioni più significative sul punto segnaliamo la previsione nell'art. 69 *bis* RE di alcuni **principi generali materia di redazione delle raccomandazioni**, volte a garantire la corretta presentazione delle stesse in attuazione del generale obbligo di diligenza imposto ai soggetti responsabili della loro produzione. In particolare, si prevede che:

- (a) i fatti devono essere chiaramente distinti dalle interpretazioni, dalle opinioni o da altri tipi di informazioni non fattuali;
- (b) tutte le fonti devono essere attendibili o, qualora vi siano dubbi sulla loro attendibilità, ciò deve essere chiaramente indicato;
- (c) tutte le previsioni, le proiezioni e tutti gli obiettivi di prezzo devono essere chiaramente indicati come tali.

Ulteriori obblighi di diligenza sono imposti dall'art. 69 *ter* RE per il caso in cui il soggetto che procede alla redazione della raccomandazione sia un analista finanziario indipendente, un soggetto abilitato ovvero un altro soggetto la cui attività principale consista nella produzione di raccomandazioni.

Al fine di garantire la massima **trasparenza su eventuali conflitti di interesse**, è stato poi introdotto l'obbligo di indicare nella raccomandazione tutti i rapporti e tutte le

circostanze che possono ragionevolmente comprometterne l'obiettività.

Rileviamo, infine, che in considerazione della nuova formulazione dell'art. 114, comma 5°, TUF (che nel testo modificato dalla legge 262/05 sul risparmio espressamente esonera le **agenzie di rating** dagli obblighi di diligenza e trasparenza connessi alla produzione di studi, ricerche o valutazioni) sembrerebbe venuto a cadere, ancora prima dell'entrata in vigore, il regime di vigilanza dettato per siffatti soggetti dall'art. 69 *decies* RE. Sul punto, è in ogni caso auspicabile un intervento in funzione di chiarimento da parte della stessa Consob.

6. Registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate (artt. 152 bis – 152 quinquies RE)

Con riferimento alla disciplina introdotta nell'art. 115 *bis* del TUF, gli artt. 152 *bis* – 152 *quinquies* RE disciplinano l'istituzione, l'aggiornamento e la conservazione da parte degli emittenti e dei soggetti che agiscono per loro conto (ad esempio, intermediari o professionisti) di registri contenenti l'indicazione delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate relative all'emittente medesimo.

7. Prospetto informativo

La delibera n. 15232, come si è detto, ha apportato al Regolamento Emittenti ulteriori modifiche volte ad armonizzare la disciplina nazionale sul prospetto con la direttiva comunitaria recepita nella legge n. 262/05 sul risparmio. Di seguito sono indicate le novità più significative

7.1 Forma e contenuto del prospetto

In primo luogo, va segnalata l'abrogazione degli **schemi di prospetto** in precedenza inseriti negli allegati 1B ed 1E del Regolamento Emittenti, che sono stati sostituiti da quelli riportati in allegato al **Regolamento CE n. 809/2004** di attuazione della Direttiva 2003/06/CE.

E' stata poi introdotta la possibilità di redigere il prospetto con una struttura tripartita, caratterizzata da (i) un **documento di registrazione** relativo all'emittente; (ii) una **nota informativa** sugli strumenti finanziari e (iii) una **nota di sintesi**.

E' stata prevista infine la facoltà degli emittenti di inserire informazioni nel prospetto mediante riferimento a uno o più documenti preventivamente o simultaneamente pubblicati, purché approvati dalla Consob ovvero depositati presso di essa in conformità alle disposizioni del TUF o del RE (*c.d. incorporation by reference*).

7.2 Pubblicazione del prospetto

Particolarmente significative le innovazioni in materia di diffusione del prospetto

informativo. Sono state infatti introdotte due forme alternative a quella, ordinaria, della **pubblicazione della nota sintetica su di un quotidiano** di rilevanza nazionale: la diffusione attraverso il **sito internet dell'emittente** (e, ove possibile, su quello dell'intermediario) e la messa a disposizione di **copia cartacea del prospetto presso la sede legale dell'emittente** e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento (art. 8 RE). Per il prospetto di quotazione, è prevista quale ulteriore modalità di diffusione la pubblicazione sul sito *web* del mercato regolamentato in cui è richiesta l'ammissione alle negoziazioni.

7.3 Casi di inapplicabilità

Conformemente alla disciplina comunitaria, che stabilisce i casi di esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo senza riconoscere agli Stati membri la facoltà di prevedere ulteriori deroghe, sono state trasposte nell'art. 33 RE le fattispecie di esenzione previste dalla Direttiva. In particolare, si segnala che, con la nuova disciplina, per essere esonerate dalle regole di trasparenza le operazioni di sollecitazione dovranno essere rivolte a non più di **100 investitori** (prima 200) con un taglio minimo dell'investimento superiore a **50 mila euro** (in precedenza 250.000).

7.4 "Passaporto europeo"

Una delle novità più rilevanti introdotte dalla disciplina comunitaria in materia di prospetto informativo è quella recepita dall'art. 10 RE, in virtù del quale il prospetto informativo approvato dalla Consob deve ritenersi valido per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione presso un mercato regolamentato in qualsiasi altro Stato UE ospitante, previa la semplice comunicazione alla competente Autorità di controllo del certificato di approvazione con l'attestazione che il prospetto è stato redatto in conformità alla disciplina dettata dal legislatore comunitario. Analoga disciplina è prevista, specularmente, dall'art. 10 *bis* RE con riferimento al riconoscimento in Italia di prospetti informativi approvati da parte di Autorità di controllo di altri Stati membri della UE.

E' previsto altresì che il prospetto estero sia redatto, a scelta dell'emittente o dell'offerente, in **lingua italiana o in una lingua di comune utilizzo nella finanza internazionale**. Nel secondo caso, tuttavia, la nota di sintesi deve essere obbligatoriamente tradotta in lingua italiana.

7.5 Termini istruttori

Con l'introduzione delle nuove disposizioni sono stati rivisti i termini delle istruttorie Consob per l'approvazione dei prospetti, di seguito indicati:

- a) 20 giorni per **strumenti finanziari non quotati e non diffusi** (10 giorni se l'emittente ha già effettuato sollecitazioni all'investimento, art. 7 RE);
- b) 40 giorni per **OICR italiani aperti** (20 giorni qualora sia già stato pubblicato un prospetto informativo per OICR della stessa tipologia; art. 22 *bis* RE);
- c) 20 giorni per **fondi italiani chiusi** (10 giorni qualora sia già stato pubblicato un prospetto informativo per OICR della stessa tipologia; art. 25 *bis* RE);

d) 20 giorni per **prospetti di quotazione** (art. 55 RE)

7.6 Prospetto informativo per fondi di investimento di tipo chiuso

In considerazione della peculiarità del modello contrattuale proprio dei fondi chiusi di diritto italiano rispetto al modello societario disciplinato dal legislatore comunitario, la Consob ha provveduto a modificare la struttura del relativo prospetto informativo individuata nell'art. 26 RE (che ora comprende Indice, Nota di sintesi, Fattori di rischio e Informazioni relative all'investimento), senza tuttavia variare il contenuto informativo del documento, che prevede, con riferimento alle SGR, esclusivamente le informazioni concernenti la valutazione delle quote del fondo.

8. Modifiche al Regolamento Mercati

Contestualmente alle modifiche al Regolamento Emittenti, con la delibera 15233 del 29.11.05 la Consob ha dato ulteriore attuazione alla disciplina dettata dal legislatore comunitario in materia di abusi di mercato tramite l'inserimento nel Regolamento Mercati del Titolo V, rubricato "*Integrità dei mercati*".

In primo luogo, con riferimento all'illecito amministrativo disciplinato dall'art. 187 *ter* TUF, che punisce con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000 a euro 25 milioni gli **atti di manipolazione di mercato**, è stata inserita nell'art. 62 RM l'indicazione specifica degli elementi e delle circostanze da valutare ai fini dell'identificazione delle fattispecie di manipolazione del mercato finanziario. Al riguardo, nell'Allegato 4 al RM sono stati riprodotti gli esempi di manipolazione del mercato individuati dal legislatore comunitario nell'art. 1 della Direttiva 2003/06/CE, come, ad esempio, l'elevata incidenza percentuale dei volumi interessati rispetto ai volumi riguardanti giornalmente lo stesso strumento, oppure l'irrilevanza dell'operazione osservata rispetto alla composizione proprietaria dell'emittente.

Sono state altresì introdotte alcune previsioni in materia di **prassi di mercato ammesse**, che ai sensi dell'art. 187 *ter*, comma 4° TUF costituiscono una delle cause di esonero della responsabilità in favore dei soggetti responsabili di manipolazioni nel corso di operazioni di mercato (l'altra è l'aver operato in presenza di "*motivazioni legittime*"). Le nuove disposizioni individuano i criteri di valutazione e le procedure di consultazione dei soggetti interessati che devono essere adottate dalla Consob in funzione dell'ammissione delle prassi (artt. 59-61 RM).

In attuazione della disciplina dettata dall'art. 187 *nonies* TUF in materia di **obblighi di segnalazione delle operazioni sospette** (cioè quelle che, in base a ragionevoli motivi, si deve ritenersi che possano configurare un abuso di informazioni privilegiate o una fattispecie di manipolazione del mercato), infine, sono state inserite specifiche previsioni in ordine alla individuazione dei soggetti tenuti alla segnalazione (art. 63 RM), criteri di identificazione delle operazioni sospette (art. 64 RM), tempistica, modalità ed contenuto delle segnalazioni (artt. 65-67 RM), obblighi di riservatezza e segreto d'ufficio sul contenuto delle segnalazioni ricevute (art. 68 RM).

Proprio con riferimento alle fattispecie di *market abuse* e agli obblighi di segnalazione delle operazioni sospette, segnaliamo che sempre in data 29.11.05 la Consob ha altresì approvato la **Comunicazione n. 5078692** che, al fine di fornire una guida per gli operatori, riproduce in lingua italiana gli **esempi di manipolazione di mercato e di operazioni sospette del Committee of European Securities Regulators (Cesr)**, di cui la Consob è parte.

STUDIO GHIDINI, GIRINO E ASSOCIATI

Via S. Sofia 12 - 20122 Milano (Italia)

Tel. 0258300433 Fax 0258301508

URL: www.ghidini-associati.it

Consulti le altre circolari dello Studio al link www.ghidini-associati.it/13-Circolari.htm