

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE
REVISIONE REGOLAMENTI EMITTENTI E MERCATI
13 Maggio 2005

PREMESSA

Il presente documento illustra le proposte di modifica che la Consob intenderebbe apportare al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati (di seguito il "RE" e il "RM") a seguito delle modifiche e integrazioni apportate al Testo unico dalla legge "comunitaria 2004" al fine del recepimento della normativa comunitaria in materia di abusi di mercato: Direttiva 2003/6/CE, Direttiva 2003/124/CE, Direttiva 2003/125/CE e Direttiva 2004/72/CE e del Regolamento (CE) n. 2273/2003 il 22 dicembre 2003.

STRUTTURA DEL DOCUMENTO

Il documento è stato suddiviso in due parti. La ***Parte I*** evidenzia gli aspetti più rilevanti delle proposte di modifica con brevi commenti; la ***Parte II*** mostra le ipotesi di adeguamento dei regolamenti con a fianco le disposizioni di riferimento delle direttive di livello 1 e 2 e del Testo Unico come modificate dalla legge comunitaria.

Le modifiche regolamentari illustrate nel presente documento riguardano i seguenti argomenti:

Regolamento Emittenti

1. Informazione su fatti rilevanti
2. Acquisto di azioni proprie e della società controllante
3. Operazioni di compravendita effettuate dai *manager* (*Internal dealing*)
4. Deroghe ai divieti di abuso di informazione privilegiata e manipolazione (*Safe Harbour*)
5. Correttezza e trasparenza delle ricerche
6. Registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate

Regolamento Mercati

7. Elementi e circostanze da valutare per l'identificazione di manipolazioni del mercato
8. Prassi di mercato ammesse
9. Operazioni sospette

Eventuali osservazioni in merito al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 15 giugno 2005 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Mercati

Via G. B. Martini, n. 300198 ROMA

oppure all'indirizzo di posta elettronica: **consob@consob.it**.

Delle osservazioni pervenute verrà data pubblicità nel sito Internet della Consob.

— — — —

PARTE I

Presentazione delle modifiche ai regolamenti

Le proposte di modifiche possono essere classificate in quattro categorie:

- i) una prima ed estesa categoria deriva dalle disposizioni comunitarie di dettaglio, sia di livello 1 sia di livello 2, che non sono state inserite nel Testo unico e che comunque devono essere recepite nell'ordinamento in vista dell'obiettivo perseguito dalla Commissione europea di una massima armonizzazione delle regole;
- ii) una seconda categoria contiene disposizioni che affrontano scelte che il legislatore comunitario ha lasciato aperte alla discrezionalità del legislatore nazionale e che il Testo unico ha, a sua volta, rimesso alla regolamentazione secondaria nei limiti dei principi e dei criteri indicati dalla normativa primaria;
- iii) una terza categoria riguarda modifiche non strettamente richieste dalle direttive ma ritenute necessarie per una migliore formulazione della normativa secondaria;
- iv) una quarta categoria include norme volte ad attuare le nuove norme del Testo unico introdotte con la legge comunitaria, ancorché non necessarie per l'implementazione delle direttive.

Larga parte delle proposte di modifica rappresenta quindi una mera trasposizione delle disposizioni comunitarie; altra parte merita invece un più attento esame. Per il primo gruppo di proposte si rinvia quindi alla **Parte II**, ove è possibile confrontare il testo delle previsioni comunitarie con quello indicato nel Testo Unico e nei regolamenti di attuazione; per le altre tre tipologie di proposte si fornisce di seguito una sintetica descrizione delle motivazioni che sono alla base degli aspetti più rilevanti delle modifiche regolamentari.

Regolamento emittenti

1. Informazione su fatti rilevanti

Le modifiche apportate al RE per quanto concerne gli obblighi relativi alla diffusione di informazioni rilevanti riguardano in generale i comportamenti che devono porre in essere le società emittenti e i loro soggetti controllanti al fine della corretta e completa informazione del pubblico.

Nel comma 2 dell'art. 65 del RE, sono state aggiunte talune definizioni, valide per il Titolo II del RE, al fine di tenere conto della estensione degli obblighi di informazione continua operata dalla MAD alle società per le quali sia pendente una domanda di ammissione a quotazione in un mercato regolamentato. Ciò comporta che a tali società si applicheranno anche altre disposizioni regolamentari collegate all'obbligo di pubblicazione delle notizie rilevanti, quali quelle attinenti alle modalità di pubblicazione delle notizie diverse da quelle previste dall'art. 66 (art. 67 RE), alla pubblicazione dei dati previsionali (art. 68 RE) e alle ricerche (art. 69 e seguenti RE).

Quanto alle ulteriori modalità di diffusione delle notizie, tenuto conto che gli organi di informazione non hanno alcun obbligo di ulteriore trasmissione di quanto abbiano ricevuto dagli emittenti, la direttiva al fine di agevolare la ricerca da parte degli investitori prevede che le società debbano inserire le informazioni pubblicate nel proprio sito Internet per un adeguato periodo. Al riguardo è apparso ragionevole prevedere, nell'art. 66, comma 4, un tempo minimo di permanenza di dette informazioni sui siti web di due anni; ciò anche al fine di garantire agli investitori la possibilità di effettuare confronti con situazioni riferite a scadenze omogenee (ad esempio fine anno su fine anno precedente).

Le modifiche dell'art. 66, commi 5 e 6, introducono talune precisazioni volte a garantire un'adeguata qualità della comunicazione: esse riprendono le prescrizioni delle direttive di livello 1 e 2, integrandole con quanto in precedenza già previsto dal RE. Al riguardo si deve osservare che la nuova direttiva e, conseguentemente, la nuova versione del Testo unico, utilizzano la medesima definizione di "informazione privilegiata" per indicare le informazioni sulla base delle quali, da un lato, può essere consumato il reato di *insider trading* e, dall'altro, si manifesta l'esigenza di informare il pubblico. A ben guardare, tuttavia, le due nozioni non sono pienamente coincidenti, atteso che la *disclosure* imposta agli emittenti dall'art. 114 del TUF si limita alle informazioni privilegiate "*che riguardano direttamente detti emittenti*", mentre una simile restrizione non è prevista per la nozione rilevante ai fini della disciplina *insider*. Va altresì tenuto conto dell'esistenza di una previsione della direttiva di livello 2, a tenore della quale gli obblighi di *disclosure* si considerano ottemperati "*quando, al verificarsi un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio*". Tale previsione (che si è ritenuto opportuno riprodurre testualmente al comma 5 dell'art. 66, allo scopo di non alterarne nemmeno in parte la portata precettiva), ancorché faccia apertamente riferimento a eventi e circostanze "*non ancora formalizzati*", considera indispensabile il loro concreto "verificarsi" ai fini dell'imposizione dell'obbligo di *disclosure*, ponendosi dunque in linea di sostanziale continuità con la precedente normativa. Restano comunque da chiarire, alla luce della futura prassi applicativa (anche di quella relativa ad altri ordinamenti), le possibili implicazioni del riferimento ad eventi e circostanze "*non ancora formalizzati*".

Con la riformulazione dell'art. 66, comma 8, relativo all'obbligo di commento dei *rumours*, oltre a

migliorare l'efficacia espositiva della previsione, si è inteso meglio determinare i parametri di riferimento della variazione dei prezzi utile per l'applicazione dell'obbligo. L'ultimo prezzo del giorno precedente appare infatti un termine di paragone maggiormente adeguato, rispetto al prezzo ufficiale del giorno precedente, per giudicare l'effetto che le notizie diffuse dagli organi di stampa possono produrre sull'andamento dei prezzi di mercato, specie in un contesto di diffusione delle informazioni che allo stato è pressoché continuo nell'arco dell'intera giornata.

Nel medesimo comma, confermando, in apertura della norma, il disposto dell'art. 114, comma 4 del TUF, si è inteso ribadire che l'obbligo di comunicazione al pubblico in caso di fuga di notizie in merito a informazioni rilevanti sussiste anche in assenza di *rumours* e/o andamento irregolare dei relativi titoli quotati; ciò per il solo fatto che sia venuta meno la confidenzialità di tali informazioni.

Per quanto concerne la possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni privilegiate da parte dei soggetti obbligati in presenza di un legittimo interesse, la direttiva di livello 2, come noto, prevede ipotesi non esaustive in cui tale facoltà è ammessa, ipotesi che sono state testualmente recepite nel regolamento. E' stata inoltre codificata nell'art. 66-*bis* una clausola generale che - muovendo dai contenuti delle esemplificazioni già delineate dal legislatore comunitario - potrà essere utilizzato come criterio-guida nell'individuazione di ulteriori situazioni nelle quali i legittimi interessi dell'emittente possano risultare pregiudicati. Le indicazioni in proposito fornite appaiono peraltro rispettose dell'indubbio carattere di "eccezionalità" dello strumento in questione.

Sempre in relazione ai casi di ritardo della pubblicazione delle informazioni, come consentito dalla direttiva, e reso possibile dall'art. 114, comma 3, del Testo unico, è stata prevista all'art. 66-*bis*, comma 4, la comunicazione alla Consob, da parte dei soggetti interessati, della volontà di avvalersi della citata facoltà nonché di tutte le circostanze connesse. L'obiettivo di tale previsione è quello di consentire alla Consob di intraprendere con tempestività le opportune misure di vigilanza in ordine ai titoli quotati interessati. Al riguardo appare opportuno sottolineare che la citata comunicazione dovrà essere limitata ai casi in cui si verifichi un effettivo ritardo e che, tenendo conto di quanto sopra rilevato in merito alle circostanze da considerare per l'individuazione delle informazioni da pubblicare, il ritardo potrà maturare soltanto a partire dal momento in cui si sia verificato un complesso di circostanze o un evento rilevanti ai sensi dell'art. 114 del TUF. Appare pertanto ragionevole ritenere che la comunicazione alla Consob del predetto ritardo costituirà un evento sporadico, la cui frequenza potrebbe risultare equivalente a quella riscontrata, nel vigore della precedente disciplina, con riguardo alle autorizzazioni alla sospensione della comunicazione.

Nel nuovo art. 66-*bis*, comma 5, sulla base della delega attribuita dal TUF per l'individuazione delle misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato, è stato previsto che la Consob possa comunque chiedere, valutato quanto rappresentato dall'emittente, di informare il pubblico in merito agli eventi per i quali i soggetti interessati abbiano esercitato la facoltà di ritardare la pubblicazione. E' stato altresì previsto che il medesimo potere di richiesta possa esercitarsi nell'ipotesi in cui l'emittente abbia deciso di ritardare la comunicazione senza darne notizia alla Consob, e questa ne sia comunque venuta a conoscenza.

2. Acquisto di azioni proprie e della società controllante.

Nel Testo unico l'acquisto di azioni proprie è assoggettato ad una specifica disciplina nell'ambito delle misure attinenti alla tutela delle minoranze. La precedente versione dell'art. 132 consentiva l'effettuazione di tali acquisti soltanto attraverso due modalità: le offerte pubbliche di acquisto e le negoziazioni sul mercato secondo modalità concordate con la società di gestione del mercato. La nuova versione di tale articolo, fermo restando il principio dell'equo trattamento tra gli azionisti, affida alla Consob il potere di individuare le modalità di realizzazione del *buy-back* compatibili con il predetto principio. L'innovazione consente, da un lato, di rendere più elastica la procedura per la realizzazione del *buy-back*, individuando ulteriori modalità di esecuzione rispetto a quelle originariamente previste, possibilmente uniformi a quelle utilizzate negli altri paesi comunitari, e, dall'altro, di regolare aspetti volti a migliorare la consapevolezza degli azionisti in merito a tali operazioni mediante l'individuazione di norme di trasparenza o di regolazione del processo di approvazione. Da tali considerazioni si evince anche che la materia in esame riguarda soprattutto aspetti societari in senso stretto che non risultano connessi con il recepimento delle direttive sugli abusi di mercato, indirizzate invece ad assicurare l'integrità dei mercati. Al riguardo si deve tuttavia osservare che la Direttiva 2003/6/CE, in relazione all'acquisto delle azioni proprie, prevede specifiche ipotesi di deroga ai divieti di abuso di insider trading e manipolazione per le operazioni effettuate alle condizioni fissate dal regolamento comunitario (CE n. 2273/2003) adottato ai sensi della stessa direttiva. Il citato regolamento nell'elencare le condizioni operative per gli acquisti di azioni proprie stabilisce specifiche modalità, oltre che per le negoziazioni effettuate sul mercato, anche per quelle fuori mercato e gli acquisti realizzati tramite la compravendita di strumenti finanziari derivati. Tale circostanza pone il problema di valutare entro quali limiti sia possibile consentire in Italia modalità di realizzazione di programmi di *buy-back*, eventualmente consentiti in altri paesi comunitari, al fine di garantire pari opportunità agli emittenti italiani compatibilmente con l'esigenza di rispettare il principio dell'equo trattamento degli azionisti fissato dal Testo unico.

Tutto ciò premesso in attuazione del potere conferito alla Consob sono state individuate modalità operative per l'acquisto di azioni proprie ulteriori rispetto a quelle già fissate dal previgente articolo 132, tali, comunque, da soddisfare le predette esigenze. Nella elaborazione della proposta si è anche tenuto conto delle indicazioni formulate in un recente documento dello IOSCO (cfr. *Report on "Stock Repurchase Programs" Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, February 2004*, <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>).

Al fine di assicurare l'equo trattamento previsto in generale dal nuovo art. 132 del Testo unico si è, pertanto, ritenuto necessario prevedere le condizioni relative a tre aspetti del programma di riacquisto riguardanti rispettivamente la fase della delibera assembleare di autorizzazione all'acquisto, la tipologia delle operazioni ammesse e la trasparenza per il mercato.

In particolare, è stato previsto che la delibera dell'assemblea debba specificare quali delle modalità consentite dal regolamento Consob possono essere effettivamente utilizzate, indicando l'ammontare massimo di azioni acquistabili con ciascuna modalità. Con riferimento alla trasparenza si richiede di informare il pubblico di tutti i dettagli del programma, prima dell'inizio delle operazioni di acquisto nonché sull'effettiva realizzazione del programma al termine del periodo per il quale è accordata l'autorizzazione dell'assemblea.

In ordine alle modalità di acquisto sono innanzitutto confermate quelle già previste dalla precedente formulazione del Testo unico: offerta pubblica di acquisto e negoziazione sul mercato, che

garantiscono condizioni di parità di trattamento, nel primo caso, per la destinazione della richiesta di acquisto, a parità di prezzo, a tutti gli azionisti e, nel secondo caso, per il carattere anonimo delle controparti con cui l'emittente si confronta nella fase di esecuzione delle sue proposte. Per la negoziazione sul mercato si è ritenuto comunque opportuno attribuire alla società di gestione del mercato il compito di individuare le modalità ammesse con il vincolo di non consentire l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita.

Si consentono inoltre due modalità che comportano l'utilizzo di prodotti derivati. La prima consiste nell'acquisto e vendita di strumenti derivati negoziati nei mercati regolamentati che prevedano la consegna fisica delle azioni sottostanti; in questo caso la parità di trattamento è garantita dal fatto che il prezzo per l'acquisto del prodotto derivato, se determinato in maniera indipendente, per effetto dello stretto collegamento tra l'andamento dei mercati derivati e a contanti, equivale ad un prezzo indipendente delle azioni sottostanti lo strumento derivato; al fine di escludere che tale modalità possa essere utilizzata in modo elusivo si è ritenuto opportuno, tuttavia, anche in questo caso attribuire alla società di gestione del mercato il compito di indicare le modalità ammesse tenuto conto della necessità di non consentire l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita (anche in relazione alle caratteristiche di liquidità degli strumenti trattati e delle prevalenti condizioni di mercato). La seconda modalità consentita è quella individuata nella prassi operativa come "*Reverse Right*". Tale modalità di riacquisto si ha quando vengono emesse, a favore di tutti gli azionisti ed in proporzione al numero di azioni da essi possedute, delle opzioni che attribuiscono al loro portatore il diritto di vendere alla società un certo numero di azioni della stessa ad un prezzo prestabilito ed entro un determinato periodo di tempo. Gli azionisti possono poi scegliere di esercitare il diritto d'opzione o di vendere tale diritto a terzi. Anche tale modalità appare essere idonea a garantire equità di trattamento in funzione dell'indistinta attribuzione a tutti i soci del diritto a cedere una parte proporzionale delle azioni possedute.

Si rappresenta, inoltre, che è stata valutata, anche sulla base di numerose richieste formulate dagli operatori con riferimento all'interpretazione della previgente disciplina, l'eventualità di consentire lo svolgimento di programmi di *buy-back* attraverso acquisti effettuati fuori mercato, realizzati anche mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati non quotati e con l'intervento di intermediari. Sul punto si è comunque ritenuto opportuno svolgere ulteriori approfondimenti e di rinviare ogni relativa decisione ad una fase successiva.

Da ultimo si informa che è previsto che la nuova disciplina si applichi ai programmi di acquisto di azioni proprie deliberati dalle assemblee societarie successivamente all'entrata in vigore delle citate modifiche.

3. Operazioni di compravendita effettuate dai manager (*Internal dealing*)

La trasparenza delle operazioni effettuate dai soggetti che con maggiore probabilità dispongono di informazioni privilegiate, tipicamente i *manager* e i principali azionisti della società, è stata considerata dal legislatore comunitario utile ai fini sia dell'efficienza informativa del mercato sia della prevenzione degli abusi di informazioni privilegiate. Verifiche empiriche mostrano infatti che le operazioni effettuate da tali soggetti comportano rendimenti sistematicamente superiori alla media;

quindi la loro pubblicazione consentirebbe al mercato di incorporare il valore segnaletico di tali operazioni all'interno del patrimonio informativo disponibile. Inoltre il regime di trasparenza "frenerebbe" eventuali impulsi di abuso.

Rispetto alle disposizioni comunitarie la disciplina proposta stabilisce, in attuazione dell'art. 114, comma 7, del Testo unico, un più preciso ambito di applicazione con riferimento agli strumenti finanziari oggetto delle comunicazioni e alla identificazione degli "*altri soggetti*" tenuti alla comunicazione, cioè dei soggetti strettamente legati ai *manager* e ai principali azionisti della società. Inoltre, in attuazione di un esplicito mandato attribuito dal citato articolo, vengono individuati i casi in cui gli obblighi di comunicazione si applicano anche ai soggetti rilevanti che svolgono le loro funzioni in società in rapporto di controllo con l'emittente.

La definizione degli strumenti finanziari che rilevano per gli obblighi di trasparenza (art. 152-*sexies* lettera a), riprende l'ambito di applicazione già previsto dal regolamento comunitario 2273/2003 ed è funzionale alla riduzione dei margini di incertezza per gli operatori.

L'individuazione delle persone strettamente legate ai *manager* e ai principali azionisti della società, definiti soggetti rilevanti (art. 152-*sexies* lettere da d.1) a d.5), comprende oltre alle persone fisiche legate a tali soggetti da relazioni di parentela (già definite dall'art. 114 comma 7 del Tuf), le persone giuridiche, le società di persone e i *trust* (che si presume possano agire per conto dei soggetti rilevanti o delle altre persone fisiche ad esse legate da relazioni di parentela), in virtù di un effettivo ruolo di "comando" che tali soggetti svolgono all'interno delle persone giuridiche o di una sostanziale equivalenza degli interessi economici. In base alle disposizioni della direttiva di cosiddetto secondo livello, la proposta prevede che queste condizioni si verifichino:

- per le persone giuridiche, le società di persone e i *trust* nelle quali un soggetto rilevante, o una persona fisica ad esso legata da relazioni di parentela, sia titolare, da solo o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione;
- per le persone giuridiche controllate da un soggetto rilevante o da una persona fisica ad esso legata da relazioni di parentela;
- per le società di persone i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o di una persona fisica ad esso legata da relazioni di parentela;
- per i *trust* costituiti a beneficio di un soggetto rilevante o di una persona fisica ad esso legata da relazioni di parentela.

La prima ipotesi, che rappresenta una interpretazione restrittiva di quella fornita dalla direttiva di secondo livello, risponde nella sostanza alla *ratio* sottostante i principi di trasparenza fissati dalla normativa comunitaria che utilizza il concetto di persona strettamente legata ai soggetti rilevanti, con finalità sostanzialmente antielusive. Tale interpretazione restrittiva è resa possibile da una velata asimmetria presente nel testo della direttiva di secondo livello che definisce in modo diverso i ruoli ricoperti dai soggetti rilevanti nell'emittente quotato rispetto a quelli svolti nelle persone giuridiche che rientrano nella definizione di persona ad essi strettamente legata. Anche il Cesr nel fornire il

parere sulle misure applicative della direttiva rilevava che "43. *The disclosure of transactions by persons closely associated with persons discharging managerial responsibilities would help to prevent the evasion of the transaction disclosure rules. For that reason it is important to cover all entities whose economic interests are substantially equivalent to those discharging managerial responsibilities. Moreover all relatives living on a long-term basis in the same household with the person discharging managerial responsibilities should disclose their transactions in financial instrument of the relevant issuer"* (Cfr. CESR Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive, agosto 2003, pag. 17). L'applicazione letterale della direttiva di secondo livello, che includerebbe tutte le società interessate da fenomeni di partecipazione incrociata agli organi di direzione e controllo porterebbe inoltre nella realtà italiana, dove tali fenomeni sono estremamente diffusi, alla comunicazione di una enorme massa di informazioni di scarsa significatività segnaletica, in quanto in molti casi relative ad operazioni svolte da soggetti giuridici che agiscono con finalità proprie e indipendenti dalla volontà e dagli interessi dei soggetti rilevanti. Eccessivamente ampia, rispetto alle finalità antielusive sopra menzionate, può apparire anche l'inclusione di tutte le persone giuridiche controllate da un soggetto rilevante o da una persona ad esso legata da relazioni familiari, in quanto anche in questi casi l'operatività di tali persone giuridiche (si pensi ad esempio a società quotate) dovrebbero esulare dallo scopo della disciplina, ma il contenuto della direttiva non sembra lasciare spazi, in questo caso, per un'attività interpretativa che consenta di limitarne il campo di applicazione.

La disposizione dell'art.152-*sexies* lettera c.3, relativa alle società in rapporto di controllo con l'emittente quotato i cui soggetti rilevanti sono tenuti agli obblighi di comunicazione, limita l'ambito applicativo della disciplina alle situazioni di controllo nelle quali la controllata rappresenti parte preponderante dell'attivo dell'emittente quotato. La proposta infatti definisce come soggetti rilevanti, cioè tenuti a comunicare le operazioni compiute sugli strumenti finanziari emessi dall'emittente quotato, i soggetti che svolgono responsabilità di direzione (partecipanti agli organi sociali e determinate figure dirigenziali) in società controllate dall'emittente nel caso in cui il valore contabile della partecipazione nella società controllata rappresenti più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato. In tali situazioni, infatti, i soggetti identificati possono essere "assimilati" a quelli che svolgono analoghe funzioni presso l'emittente quotato, in quanto l'andamento della società controllata, rispetto alla quale tali soggetti possono trovarsi in una situazione di privilegio informativo, può influenzare in misura significativa il valore dei titoli emessi dall'emittente quotato.

Di rilievo è inoltre la definizione di puntuali compiti per le società emittenti nella gestione della comunicazione delle informazioni al pubblico e alla Consob (art. 152-*novies*). Per quanto riguarda la pubblicazione, è infatti proposto che le società emittenti debbano ricevere le comunicazioni da parte di tutti i soggetti rilevanti che sono tali in funzione del loro ruolo all'interno della società o del gruppo (membri degli organi sociali e dirigenti dell'emittente quotato e delle società controllate) e che debbano provvedere alla loro pubblicazione secondo le modalità indicate nell'art. 66 del RE. Inoltre, la disciplina proposta prevede anche che tale sistema di pubblicazione possa applicarsi, sulla base di accordi volontari, anche alle comunicazioni degli altri soggetti rilevanti (azionisti che detengono più del 10% e i controllanti). Per quanto riguarda la comunicazione a Consob, fermo restando le relative responsabilità in capo ai soggetti rilevanti, è stato previsto che gli emittenti possano provvedere all'adempimento di tale obbligo per loro conto, nei medesimi termini stabiliti per tali soggetti, sulla base di accordi volontari.

Considerato che il Testo unico pone obblighi di comunicazione non solo in capo ai soggetti rilevanti ma anche ai soggetti ad essi strettamente legati, la disciplina proposta prevede che siano i primi a dover informare i secondi del loro *status* e, quindi, dei loro obblighi (art. 152-*octies*, comma 9). I soggetti rilevanti provvederanno all'invio delle comunicazioni alla Consob e alla loro pubblicazione dopo averne ricevuto notifica da parte degli interessati.

La disciplina sopra considerata impone adempimenti che, sia pure con tempi di notifica differenti, in parte si sovrappongono alle comunicazioni previste nel vigente RE per le operazioni di compravendita, compiute dalle società del gruppo di appartenenza dell'emittente quotato, sulle azioni emesse da quest'ultimo (artt. 87, 101 e allegato 3F). I soggetti capigruppo infatti sono responsabili per la comunicazione alla Consob e al pubblico delle operazioni compiute in proprio e dalle società da loro controllate. In considerazione di tale sovrapposizione si è reso pertanto necessario intervenire anche sulla previgente disciplina delimitandone l'ambito di applicazione all'emittente e sue controllate, escludendo, così, le controllanti e le sue controllate diverse dall'emittente. Parimenti è stato precisato che non sono comunicate, in ogni caso, ai fini dell'*internal dealing* le operazioni per proprio conto dell'emittente quotato e sue controllate; ciò vale, quindi, anche nel caso in cui l'amministratore dell'emittente quotato sia anche controllante di quest'ultimo.

Nell'occasione è stata, infine, apportata la modifica all'art. 103, comma 2, relativamente alle operazioni di compravendita aventi ad oggetto le quote di partecipazione ai fondi chiusi quotati di pertinenza delle società di gestione del risparmio, effettuate da loro stesse ovvero da altri soggetti ad esse riferibili. Tali modifiche sono state oggetto di presentazione nel documento di consultazione "Revisione regolamento emittenti - 8 novembre 2004" e, in esito ad esso, di osservazioni nel documento "Regolamento in materia di emittenti - Disposizioni sulla sollecitazione all'investimento e sulla quotazione di Oicr - Esito delle consultazioni - 14 aprile 2005". Come evidenziato in quest'ultimo documento tali modifiche erano state espunte dall'insieme di quelle proposte in tale occasione "*in considerazione della prossima attuazione della normativa comunitaria in tema di market abuse*". Nel riformulare la modifica in questione, nel contesto in esame, si è tenuto conto della nuova articolazione degli adempimenti prevista in generale per la comunicazione relativa alle operazioni di compravendita degli strumenti quotati da parte del gruppo di appartenenza dell'emittente, individuando come soggetti obbligati le stesse società di gestione e non più i capigruppo di queste. E' stato previsto, inoltre, che la disciplina dell'*internal dealing* prevista dall'articolo 114, comma 7, del Testo si applichi anche alle società di gestione.

4. Deroche ai divieti di abuso di informazione privilegiata e manipolazione (*Safe Harbour*)

La direttiva sugli abusi di mercato, prevede all'art. 8⁽¹⁾ una specifica deroga ai divieti di abuso (*insider trading* e manipolazione) stabiliti dalla direttiva stessa (c.d. *safe-harbour*). Per effetto di tale previsione non sono considerate fattispecie di abuso le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario oggetto di sollecitazione e le operazioni di acquisto di azioni proprie effettuate nel rispetto delle condizioni fissate nelle disposizioni comunitarie attuative, adottate dalla Commissione europea con Regolamento (CE) n. 2273/2003 il 22 dicembre 2003⁽²⁾. Tale regolamento è direttamente applicabile nei paesi membri ed è in vigore dal 12 ottobre 2004. Recependo tale meccanismo il nuovo art. 183, comma 1, lett. b), del Testo unico prevede le esenzioni all'applicazione delle disposizioni

relative ai citati abusi.

In generale, l'applicazione della citata deroga comporta che, qualora i soggetti interessati optino per il rispetto dei **limiti operativi** e degli **adempimenti informativi** previsti dalle citate misure di esecuzione sopra indicate, le negoziazioni da essi effettuate sono da considerare non sanzionabili in via presuntiva. Peraltro, si rileva che le operazioni di stabilizzazione o di acquisto di azioni proprie che non beneficiano della citata deroga, in quanto i soggetti interessati ritengano di non rispettare i limiti e gli adempimenti previsti dalle misure di attuazione, non devono di per sé essere considerate come configuranti abusi di mercato⁽³⁾ e quindi, come tali, vietate; si tratta piuttosto di operazioni che potrebbero costituire oggetto di *enforcement* da parte dell'autorità di vigilanza.

Attualmente l'art. 15 del RE prevede, in attuazione dell'art. 95 del TUF, "regole obbligatorie" che i soggetti interessati devono, in ogni caso, rispettare nello svolgimento dell'attività di compravendita degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione⁽⁴⁾. Con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, è necessario espungere dal RE tali previsioni. L'introduzione della citata "*safe harbour*", come sopra rilevato, comporta un diverso approccio della regolamentazione delle operazioni in questione. I soggetti pertinenti, infatti, avranno interesse ad attenersi alle indicazioni contenute in tale principio, tenuto conto della circostanza che comportamenti non conformi potrebbero essere presi in considerazione dall'autorità di vigilanza in sede di accertamento di violazioni ai divieti previsti dalla disciplina sugli abusi di mercato.

La nuova formulazione dell'art. 15 del RE indica le modalità di comunicazione delle informazioni che il regolamento comunitario impone di trasmettere alla Consob e al pubblico prima e dopo l'effettuazione delle operazioni. La disciplina comunitaria, infatti, prevede che per tali informazioni sia prevista una "*adeguata comunicazione al pubblico*" secondo le modalità di cui all'art. 102, paragrafo 1, e all'art. 103 della direttiva comunitaria 2001/34/CE⁽⁵⁾, recepita in Italia dall'art. 114 del TUF mediante attribuzione alla Consob del compito di fissare le modalità di informazione del pubblico. Sul punto si segnala che l'invio delle informazioni a due agenzie di stampa, alla società di gestione del mercato e alla Consob, per il tramite di un soggetto congiuntamente incaricato, appare una soluzione necessaria per ottenere che le informazioni in questione siano efficacemente sintetizzate in un unico documento.

In relazione a tali adempimenti occorre poi considerare che, nel caso in cui i soggetti interessati scelgano di non beneficiare della deroga ai divieti, si potrebbe verificare il paradosso che l'attività di stabilizzazione, pur effettuata, non sia oggetto di alcuna comunicazione al pubblico. Alla luce di tale eventualità si reputa pertanto opportuno, in attuazione dell'attuale art. 95, comma 2 del TUF (norme di correttezza per la sollecitazione), prevedere, anche per tali ipotesi, nello stesso articolo 15 del RE, norme di trasparenza secondo una tempistica uniforme a quella indicata dal regolamento comunitario a prescindere dall'utilizzo della deroga ai divieti. L'effetto di tale ultima previsione sarà quello di avere una comunicazione al pubblico che, ove risulti applicabile la citata deroga, soddisferebbe la condizione di pubblicità del regolamento europeo e, contemporaneamente, la previsione del RE di attuazione dell'art. 95, comma 2 del TUF, mentre, nel caso in cui il soggetto interessato si avvalga della deroga, la stessa comunicazione risulterebbe effettuata unicamente in adempimento della citata prescrizione del TUF.

Per quanto concerne le operazioni di *buy-back* la vigente disciplina regolamentare Consob prevede esclusivamente obblighi di trasparenza nell'ambito della disciplina dell'informazione al pubblico delle operazioni di compravendita compiute dalle società appartenenti al gruppo dell'emittente (art. 87 e 101 e allegato 3F del RE). Indicazioni relative alla correttezza del comportamento che l'emittente deve tenere per l'acquisto dei propri titoli quotati possono desumersi dalla comunicazione Consob n. BOR/RM/92005334 del 23-7-1992 concernente le pratiche di stabilizzazione dei corsi degli strumenti finanziari svolte in occasioni diverse da quelle in cui si effettua una sollecitazione (sul punto, v., comunque oltre). Il nuovo sistema introdotto dalla direttiva e dal regolamento UE non comportano, pertanto, problemi di sovrapposizione con precedenti norme di comportamento regolamentari già vigenti.

Con riferimento a tale ipotesi, come per la stabilizzazione, appare necessario prevedere nell'art. 144-ter, comma 3, del RE le modalità di comunicazione al pubblico e alla Consob delle informazioni richieste dal regolamento comunitario come condizione per l'applicabilità della deroga dei divieti. Anche in tale caso infatti è prevista una "*adeguata comunicazione al pubblico*" secondo le modalità indicate dalla direttiva n. 2001/34/CE. Anche in questo caso si ritiene comunque necessario mantenere obblighi di trasparenza in via continuativa sull'operatività su azioni proprie compiute dalle società appartenenti al gruppo dell'emittente (art. 87 e 101 e allegato 3F del RE). Tali adempimenti, infatti, si applicano a prescindere dalla circostanza che l'emittente decida o meno di beneficiare della deroga dei divieti e si caratterizzano per una frequenza di pubblicità diversa da quella prevista dal regolamento comunitario per le operazioni effettuate in tale ambito.

La nuova formulazione del TUF contenuta nell'art. 183, comma 1, lett. b), amplia l'ambito delle esenzioni dei divieti di abuso di informazione privilegiate e di manipolazione, previsti dalla disciplina comunitaria per le ipotesi di acquisto di azioni da parte dei soli emittenti, ai soggetti controllati e collegati che partecipano ai programmi di riacquisto e al riacquisto delle obbligazioni e altri strumenti finanziari propri. Al riguardo si è ritenuto di non dare, almeno in questa fase, esecuzione a tale disposizione primaria atteso che le ipotesi di inapplicabilità in essa contemplate non appaiono essere in linea con il sistema delineato dalle fonti comunitarie in materia (Direttiva 2003/6/CE e Regolamento (CE) n. 2273/2003).

Si rileva, da ultimo, che le indicazioni contenute nella citata comunicazione Consob n. BOR/RM/92005334 del 23-7-1992, concernente le pratiche di stabilizzazione dei corsi degli strumenti finanziari svolte in momenti diversi da quelli in cui si effettua una sollecitazione, hanno effetto sull'attività di compravendita di azioni proprie da parte degli emittenti. I limiti operativi stabiliti in tale comunicazione, volti a perseguire le medesime finalità del regolamento UE, appaiono non perfettamente coerenti con le condizioni fissate dalla disciplina comunitaria. Al fine di evitare possibili incertezze si ritiene, quindi, opportuno abrogare la citata comunicazione del 1992. La Commissione ha intenzione di procedere sul punto ad ulteriori analisi che terranno conto degli sviluppi relativi al riconoscimento di eventuali "prassi di mercato ammesse" ai sensi della nuova disciplina introdotta dalla direttiva sugli abusi di mercato. In attesa di nuove indicazioni da parte della Commissione i soggetti diversi dagli emittenti quotati indicati nella citata comunicazione BOR/RM/92005334 del 23-7-1992 ovvero gli stessi emittenti quotati, nei casi in cui non fosse applicabile la deroga dei divieti, dovranno conformarsi, per l'attività di compravendita degli strumenti finanziari in questione, ai principi generali fissati dal TUF in relazione alla manipolazione del mercato.

5. Correttezza e trasparenza delle ricerche

Il regolamento proposto riprende le disposizioni previste dalla direttiva 2003/125/CE, che disciplina la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e nella diffusione di raccomandazioni di investimento, ossia ricerche e altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento.

Tali norme riguardano l'attività di chiunque elabora o diffonde raccomandazioni nell'esercizio della propria professione o attività (c.d. soggetti pertinenti) e diventano più stringenti quando tali soggetti sono degli "specialisti", cioè analisti finanziari, intermediari o soggetti la cui attività principale consiste nella elaborazione di raccomandazioni. Si evidenzia che nella categoria dei soggetti pertinenti possono rientrare anche i giornalisti finanziari che si trovano a produrre o diffondere raccomandazioni.

Le disposizioni si sviluppano quindi secondo un'articolata matrice stabilita in funzione dell'argomento oggetto di disciplina (corretta presentazione delle raccomandazioni oppure trasparenza dei conflitti di interessi), della caratteristica del contenuto (raccomandazione esplicita o implicita), dell'attività svolta (di produzione oppure di diffusione di raccomandazioni) e della categoria di soggetti interessati (tutti oppure solo "specialisti").

Per i giornalisti è prevista la possibilità di un'autoregolamentazione a condizione che la loro applicazione consenta di conseguire gli stessi effetti delle disposizioni di attuazione del Testo unico. A tal fine, il Consiglio Nazionale degli Ordini dei Giornalisti trasmette tali norme alla Consob che, entro centoventi giorni dalla ricezione, delibera in merito alla sussistenza delle predette condizioni.

E' prevista la possibilità per i soggetti pertinenti di fare rinvio a siti *web* da loro gestiti, ovvero ad altre equivalenti fonti di informazione, per l'adempimento di taluni obblighi informativi che sarebbe sproporzionato assolvere direttamente nella ricerca o comunicare nelle raccomandazioni che assumono la forma non scritta (si precisa che tali rinvii ripetuti in più punti dalla direttiva sono raccolti nell'art. 69-*septies*).

Si è colta, infine, l'occasione per snellire gli obblighi di comunicazione al pubblico delle ricerche prodotte dai emittenti e soggetti abilitati (obblighi che sono al di fuori dell'ambito di applicazione della direttiva). Al riguardo, in attuazione dell'art. 114, comma 9, lett. b), è stato previsto per tali soggetti, comprese le persone giuridiche in rapporto di controllo con essi, l'obbligo di osservare modalità di pubblicazione che garantiscano il più possibile un'omogenea distribuzione tra i destinatari e l'attualità delle raccomandazioni. L'obbligo di pubblicazione sul sito della società di gestione del mercato della stessa ricerca (ovvero di un *link* al sito *web* del soggetto pertinente) è ora previsto soltanto per taluni soggetti che svolgendo specifiche attività in relazione agli emittenti oggetto della ricerca (*sponsor, specialist e lead manager* nell'ambito di un collocamento) necessitano di un maggiore grado di trasparenza. Resta inalterato per tutti i soggetti abilitati l'obbligo di pubblicare le ricerche a richiesta della Consob, nelle forme predette, in caso di presenza di *rumour* su tali documenti e di contestuali anomalie di andamento degli scambi sui titoli interessati. Per le eventuali ricerche prodotte dagli emittenti e destinate al pubblico è previsto l'obbligo di diffusione alla

generalità degli investitori contestualmente all'inizio della loro distribuzione.

Il regolamento, anche sulla base di quanto previsto dalla nuova formulazione dell'art. 114, comma 8 del Testo unico, introdotta dalla Legge comunitaria, disciplina la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e nella diffusione di valutazioni del merito di credito. Si considerano, in particolare, i giudizi sul merito di credito di un emittente strumenti finanziari o di uno strumento finanziario, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, prodotti, utilizzando un sistema di classificazione predefinito, dalle società di *rating*, dai soggetti abilitati e dagli altri soggetti che esercitano tale attività in modo professionale.

Al riguardo si evidenzia che nell'Ordine del giorno n. 0/2742-B/3/14^a, presentato nel corso della discussione della legge comunitaria, il Senato, sulla base di possibili rischi per il mercato italiano conseguenti all'applicazione di regole di trasparenza e correttezza, in materia di *rating*, analoghe a quelle stabilite per le raccomandazioni di investimento, ha impegnato il Governo ad adottare apposite iniziative orientate a riconoscere una distinta e peculiare posizione delle società di *rating* nell'ordinamento nazionale, sotto il profilo degli obblighi di informazione al pubblico, valutando l'opportunità di riconoscere le procedure di autoregolamentazione. Tenendo conto di tale orientamento il regolamento predisposto, riconoscendo la diversa funzione delle raccomandazioni rispetto ai giudizi di *rating*, stabilisce un rinvio alla citata autoregolamentazione e prevede un'adeguata trasparenza delle modalità adottate.

La relativa disciplina è contenuta in una nuova Sezione III "Valutazioni del merito di credito", all'interno del Titolo II "Informazione societaria" ed in particolare nell'art. 69-*decies*. L'art 69-*decies* prevede, al comma 1, che i soggetti che producono o diffondono valutazioni del merito di credito debbano informare il pubblico delle misure adottate al fine di garantire la corretta presentazione dell'informazione e l'indicazione degli eventuali interessi e conflitti di interessi, specificando anche se tali misure risultano aderenti a quelle fissate dalla Iosco in materia di "*credit rating agencies*". Il comma 2 esplicita le modalità con cui tale comunicazione al pubblico deve avvenire. Il comma 3 stabilisce che la relativa informazione deve essere trasmessa tempestivamente anche alla Consob.

Detta disciplina trova la sua *ratio* nella scelta, fatta nelle sedi internazionali, di privilegiare nella fase attuale l'autoregolamentazione, con riferimento alle valutazioni del merito di credito, ma anche nell'esigenza, emersa a vari livelli, di garantire che il pubblico sia comunque adeguatamente informato delle modalità con cui si intende assicurare la corretta presentazione delle informazioni e l'indicazione dei conflitti di interessi relativamente alle valutazioni del merito di credito, e in particolare del grado di attuazione delle norme stabilite dal "*Code of conduct fundamentals*" pubblicato dalla Iosco nel dicembre 2004.

Le informazioni sulle predette modalità, infine, devono essere trasmesse anche alla Consob, che può così valutare l'adeguatezza delle stesse rispetto alle finalità fissate dal legislatore.

6. Liste delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate

L'obbligo per gli emittenti ed i loro consulenti di monitorare la circolazione delle informazioni privilegiate prima della pubblicazione ha carattere innovativo per quasi tutti i Paesi europei, sebbene

esistano consolidate esperienze nella *best practice*, specie presso gli intermediari che operano nel *merchant banking*. La finalità della disciplina è quella di sviluppare una maggiore attenzione degli operatori sul valore delle informazioni e, quindi, di stimolare la costituzione di adeguate procedure interne. E' dunque attesa una significativa riduzione del fenomeno dei *rumour* di mercato. Un'ulteriore finalità della disciplina è quella di agevolare l'autorità competente nello svolgimento delle indagini di *insider trading*.

In conformità al più generale approccio del Testo unico, la disciplina viene estesa ai soggetti in rapporto di controllo con l'emittente, nei limiti dell'accesso a informazioni privilegiate che riguardano direttamente l'emittente quotato. La direttiva estende l'obbligo anche alle persone che agiscono in loro nome o per loro conto, tipicamente i consulenti (studi legali, intermediari, commercialisti, ecc.).

Riguardo alla gestione della coesistenza di più liste (presso l'emittente, le società del gruppo e i loro consulenti) non vengono fornite nella disciplina particolari indicazioni, né il Cesr ha prodotto una guida di livello 3. Si ritiene comunque che l'emittente debba indicare nella lista le persone di cui sa, per esperienza diretta, che hanno accesso a informazioni privilegiate, rimanendo in capo alle altre società del gruppo e ai consulenti l'istituzione di ulteriori specifiche liste di persone che hanno accesso a informazioni privilegiate che riguardano l'emittente. Ne segue che i nominativi di alcune persone possono comparire sia nella lista dell'emittente sia nella lista istituita da una società del gruppo o da un consulente. Si ritiene comunque lecito che, ove ne ricorrano i presupposti, le società del gruppo si organizzino in modo che la lista sia gestita in modo unitario.

La disciplina è particolarmente snella: la lista deve indicare solo il nominativo della persona che ha accesso a informazioni privilegiate e la motivazione per cui tale persona ha accesso. I destinatari dell'obbligo sono quindi liberi di organizzare la lista come meglio ritengono, specie per quanto attiene alle motivazioni (ad esempio, la circostanza che la persona indicata nella lista abbia ricevuto l'informazione da un *manager* della società o svolga una funzione che prevede l'accesso ad una categoria di informazioni privilegiate o, ancora, faccia parte di uno specifico *team* incaricato di esaminare un'operazione societaria).

Data l'ampia libertà nelle modalità di organizzazione e gestione della lista, appare necessario che chi gestisce la lista mantenga evidenza dei criteri adottati.

Naturalmente, i soggetti indicati nella lista devono essere informati di questa circostanza, in modo che possano conoscere i doveri di riservatezza previsti dalla normativa e i rischi connessi ad una eventuale disinvoltata operatività sugli strumenti finanziari emessi dalla società.

E' stato previsto, inoltre, che gli obblighi relativi alla tenuta delle liste si applichino anche alle società di gestione del risparmio i cui fondi di pertinenza siano quotati.

Regolamento mercati

7. Elementi e circostanze da valutare per l'identificazione di manipolazioni del mercato

Vengono fornite indicazioni agli operatori per l'identificazione dei comportamenti manipolativi basati

su operazioni effettuate nei mercati (c.d. manipolazione operativa). Tali indicazioni sono altresì utili per adempiere agli obblighi di segnalazione delle operazioni sospette di cui all'art. 187-*nonies* del Testo unico (cfr. paragrafo 8) e per l'implementazione di adeguate misure preventive.

Nell'Allegato IV al regolamento sono anche posti alcuni esempi di manipolazione del mercato presenti nella direttiva di livello 1 (cfr. articolo 1) e nella guida di livello 3 pubblicata dal Cesr (cfr. *Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive*). Ambedue le categorie di esempi in allegato attengono non soltanto agli schemi di manipolazione operativa ma anche a quegli schemi che si basano sulla diffusione di informazioni non veritiere (c.d. manipolazione informativa).

Si precisa che gli esempi previsti dalla direttiva di livello 1 costituiscono comportamenti idonei a configurare manipolazione del mercato; diversamente gli esempi previsti dalla guida del Cesr sono scritti in linguaggio non tecnico giuridico.

Gli esempi elencati nella guida del Cesr (Allegato IV Sezione II) derivano dall'esperienza di vigilanza maturata delle autorità europee e, rispetto alla casistica italiana, presentano alcune novità con riferimento ai comportamenti indicati nel comma 4, nel quale figurano come manipolazione del mercato di tipo artificioso: *a)* la condotta omissiva da parte della società emittente che non provvede ad ottemperare agli obblighi previsti in materia di comunicazione di informazioni privilegiate e tale omissione fornisce indicazioni fuorvianti sul valore dei titoli emessi; *b)* il comportamento che, pur non basandosi sulla diffusione di informazioni false o fuorvianti, produce comunque indicazioni false o fuorvianti (l'esempio tradizionale è quello dei movimenti artificiali di navi che trasportano merci oggetto di strumenti finanziari derivati, così da produrre l'impressione di un'abbondante offerta sul mercato).

8. Prassi di mercato ammesse

In base al Testo unico quanti pongono in essere manipolazioni basate su operazioni nei mercati vengono esentati dalla sanzione qualora mostrino di aver operato *a)* sulla base di motivazioni legittime e *b)* in ottemperanza alle prassi di mercato ammesse (AMP) dall'autorità competente nel Paese in cui ha sede il mercato in cui vengono effettuate le operazioni.

Le disposizioni in esame riprendono quelle indicate dalla direttiva di livello 2 e vincolano la Consob ad una trasparente *policy* di comportamento nel processo di ammissione di una AMP. La *policy* riguarda i criteri di valutazione da prendere in esame (art. 59) e le procedure di consultazione dei soggetti interessati (art. 60).

A livello 3 il Cesr ha esaminato attentamente i contorni della nozione di AMP, deducendone alcune linee guida che portano a circoscrivere le AMP ai comportamenti che di per sé costituiscono manipolazione del mercato e che, ciò nonostante, l'autorità competente ritiene opportuno ammettere in base ad argomenti ben definiti. In alcuni casi lo *status* di AMP potrebbe essere riconosciuto per le prassi che, sebbene non costituiscano sempre e necessariamente manipolazioni del mercato, rimarrebbe molto difficile e costoso controllare se di volta in volta rientrino nella nozione di manipolazione del mercato.

Al momento sono state ammesse in Europa solo tre prassi. In Austria sono stati ammessi i "*bond valuation trades*", in base ai quali l'intermediario effettua sul mercato regolamentato dei titoli di debito degli scambi fittizi per quantitativi minimi a prezzi in linea con i prezzi dei contratti che lo stesso intermediario effettua contemporaneamente sui mercati OTC. In Francia sono state ammesse due prassi, una attinente alle operazioni di stabilizzazione fuori dai periodi di collocamento ("*liquidity contracts*", cioè i contratti con i quali l'emittente incarica un intermediario per la stabilizzazione del corso dei propri titoli) e una attinente alle operazioni di acquisto di azioni proprie finalizzate alla costituzione di un magazzino titoli utile in caso di future operazioni di fusione o acquisizione.

La Consob, dopo l'approvazione dei presenti regolamenti, avvierà una consultazione con le associazioni di categoria e i soggetti interessati per l'individuazione dei comportamenti che potrebbero beneficiare dello *status* di AMP.

Si precisa che la direttiva richiama anche la nozione di AMP in un diverso ambito, cioè con riferimento alla definizione di informazione privilegiata nei mercati dei derivati su merci. Tale definizione si distingue da quella generale perché non richiede che l'informazione sia *price sensitive* bensì che l'informazione sia attesa dai partecipanti ai mercati dei derivati su merci in base a "prassi di mercato ammesse" in tali mercati. La direttiva di livello 2 specifica, quindi, che le informazioni che i partecipanti a tali mercati si attendono di ricevere sono quelle che sono messe abitualmente a loro disposizione e quelle soggette ad obblighi di comunicazione in base a leggi, regolamenti, contratti o usi vigenti nei mercati dei derivati su merci o nei relativi mercati delle merci sottostanti (cfr. art. 61). In Italia tale disciplina assume già rilievo con riferimento alla emissione di *covered warrant* o altri strumenti finanziari aventi come sottostante delle merci (ad esempio oro, petrolio, ecc.).

9. Operazioni sospette

La direttiva di livello 1 prevede l'obbligo per quanti effettuano professionalmente operazioni su strumenti finanziari di segnalare all'autorità competente le c.d. operazioni sospette, cioè le operazioni ragionevolmente riconducibili ad abusi di mercato. Per l'applicazione della disposizione viene richiesto dalla direttiva di livello 2 - e quindi nel regolamento proposto - che gli intermediari decidano "*caso per caso*" quando è ragionevole sospettare che un'operazione possa configurare un abuso, servendosi nella valutazione di tutte le disposizioni di livello 1 e 2 attinenti alle definizioni degli abusi.

Permanendo la possibilità di interpretazioni difformi sia tra operatori sia tra giurisdizioni, con i conseguenti rischi per chi pone in essere comportamenti virtuosi di perdita dei relativi clienti o mercati, il Cesr ha fornito nella citata guida di livello 3 diversi esempi che potranno essere di aiuto per un'effettiva armonizzazione della disciplina in Europa (cfr. Allegato V).

Il Testo unico (cfr. art. 187-*nonies*) indica come destinatari dell'obbligo di segnalazione gli intermediari e le società di gestione dei mercati. L'estensione degli obblighi alle società di gestione dei mercati è coerente con la finalità della disciplina ed è supportata dall'articolo 6, comma 6, della direttiva di livello 1 e dall'articolo 43 della direttiva 2004/39/CE (Mifid).

Il regolamento proposto, in conformità alla direttiva di livello 2, esclude dall'obbligo di segnalazione

gli intermediari comunitari che operano in regime di libera prestazione. Questi infatti dovranno segnalare le operazioni sospette alle relative autorità competenti estere, le quali provvederanno, a loro volta, a trasmettere alla Consob le segnalazioni che riguardano i mercati regolamentati italiani (cfr. anche art. 69).

Per i destinatari delle disposizioni l'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette 1) postula un obbligo di identificazione delle stesse e 2) esige una seria e coerente applicazione del *test* del ragionevole sospetto previsto dalla direttiva.

A supporto del primo punto occorre richiamare l'art. 25 della direttiva 2004/39/CE (Mifid) che richiede agli intermediari di operare in maniera da rafforzare l'integrità del mercato, nonché quanto specificato a livello 3 dal Cesr (le sottolineature sono aggiunte): "*The Directive and its implementing measures do not deal with the steps which those persons subject to this requirement need to take to identify such transactions. Those subject to the requirement clearly need to ensure that they comply with this obligation. However, CESR does not propose in this initial guidance to prescribe how this obligation is discharged, except in respect of the form for reporting suspicious transactions*".

Riguardo al secondo punto, il Cesr, nel fornire la lista di esempi di operazioni sospette, avvisa che (le sottolineature sono aggiunte): "*It should be emphasised that the notification regime laid down by the Directive requires that persons subject to it decide on a case-by-case basis where there are reasonable grounds for suspicion concerning the relevant transaction (...). The indications (cioè gli esempi) are therefore merely a starting point and firms need to exercise their judgement and consider the particular circumstances of the case before deciding whether or not to report.*"

CESR members are clear that blanket pro forma notifications to the authorities of all transactions conducted through an institution would not be in conformity with the provisions of the notification regime. Such notifications would not benefit from the protection provided by Article 11.3 of Directive 2004/72/EC against breach of restriction on disclosure obligations or other liabilities arising from the notification. This is because in the view of CESR members blanket notifications would not be in good faith. Nor would such practice conform with the requirement to consider on a case-by-case basis whether there were reasonable grounds for suspicion. CESR members are interested in quality not quantity of reporting and will pursue vigorously cases where firms are notifying transactions without seriously considering whether they meet the test of reasonable suspicion".

Un appropriato sistema di identificazione delle operazioni sospette consente inoltre alle autorità competenti di valutare meglio se eventuali omissioni nella segnalazione di operazioni sospette siano dovute a comportamenti dolosi o meno.

Con riferimento al momento in cui sorge l'obbligo della segnalazione, la direttiva di livello 2 spiega che rileva il momento in cui emergono elementi informativi, anche diversi dall'operazione, che rendono tale operazione come sospetta. Pertanto, l'obbligo di segnalazione può determinarsi in un momento anche successivo a quello in cui l'operazione viene eseguita. Rimane tuttavia fermo il principio che l'intermediario non deve svolgere indagini in materia di abusi di mercati, rimanendo questa una responsabilità tipica dell'autorità competente.

Per la speditezza del funzionamento del sistema, nel regolamento a) viene specificato il contenuto minimo della segnalazione, comprensivo di uno schema proposto a livello 3 dal Cesr, b) viene consentito che la segnalazione sia effettuata per telefono e c) sono previste forme di tutela della riservatezza dei nominativi dei soggetti coinvolti.

Data la notevole portata innovativa delle disposizioni e la complessità di alcuni loro profili, la Consob applicherà la normativa in modo graduale nel tempo in modo da sviluppare con i soggetti vigilati un efficiente funzionamento del sistema in conformità agli orientamenti e alle prassi che si svilupperanno parallelamente in Europa.

10. Disposizioni transitorie

Si rappresenta, infine, che nella delibera di approvazione delle disposizioni sopra esaminate, da assumere al termine della consultazione, saranno previste specifiche norme volte a stabilire una graduale entrata in vigore dei nuovi obblighi; tali previsioni consentiranno ai soggetti interessati di poter disporre di un periodo di tempo adeguato per approntare ogni necessaria misura organizzativa.

1. "I divieti imposti dalla presente direttiva non si applicano né alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie né alle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario, a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità delle disposizioni di applicazione adottate secondo la procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2".

2. Recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE, per quanto riguarda *"la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari"*.

3. Al riguardo il secondo considerando del Regolamento 2272/2003/CE precisa che: "le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario che non beneficiano della deroga ai divieti di cui alla direttiva 2003/6/CE, ai sensi dell'articolo 8 della stessa direttiva, non devono di per sé essere considerate come configuranti abusi di mercato".

4. Il citato regolamento CE di esecuzione dell'art. 8 della direttiva, immediatamente applicabile nei paesi membri, è entrato in vigore il 12 ottobre 2004. Considerato che il predetto regolamento CE conteneva condizioni diverse da quelle contenute nel art. 15 del RE vigente a quella data, e pertanto potevano ingenerarsi negli operatori incertezze rispetto al corretto comportamento da tenere, la Commissione con delibera n. n. 14743 del 13.10.2004 ha provveduto a modificare, in via transitoria fino al recepimento della direttiva, il citato art. 15 del RE uniformando le condizioni ivi previste a quelle del regolamento comunitario.

5. Tale direttiva è stata per la materia in esame, sostituita dalla nuova direttiva Transparency, il cui livello 2 è in fase di definizione; sul punto non cambia tuttavia l'attribuzione ai paesi membri del potere di determinare le modalità di comunicazione al pubblico.