

## REVISIONE REGOLAMENTI EMITTENTI E MERCATI

### Recepimento della direttiva europea sugli abusi di mercato

#### ESITO DELLE CONSULTAZIONI

29 novembre 2005

Il 13 maggio 2005 la Consob ha diffuso un documento di consultazione riguardante le proposte di modifica 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, Direttiva 2004/72/CE e Regolamento (CE) n. 2273/2003 il 22 dicembre 2003.

In merito a tale documento sono pervenute osservazioni da parte di Abi, Aiaf, Assogestioni, Assonime, Assosim, Borsa Italiana spa, Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti (CNCU), Fitch Ratings, Freshfields Bruckhaus Deringer, Italian Society of Investment Professional's (ISIP), Moody's Italia srl, Ordine dei Giornalisti - Consiglio Nazionale, Studio legale Vita Samory, Fabbrini e Associati, Siat, Standard & Poor's, Tlx spa.

Con la presente nota si riferisce in merito a tali osservazioni e alle conseguenti determinazioni assunte dalla Commissione. Si riferisce inoltre di ulteriori modifiche apportate per esigenze di perfezionamento della normativa, ovvero per dare seguito ad espresse richieste pervenute da taluno dei soggetti sopra menzionati.

Le modifiche e le integrazioni ai RE e RM sono state adottate dalla Commissione, rispettivamente, con delibera n. 15232 del 29 novembre 2005 e con delibera n. 15233 del 29 novembre 2005, entrambe in corso di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Tali delibere sono altresì pubblicate nel Bollettino della CONSOB.

Il documento è suddiviso in due Parti. La Parte I contiene le osservazioni e le valutazioni della Commissione; la Parte II riporta i testi delle disposizioni e degli allegati al regolamento nella versione definitiva riproducendo a fianco le disposizioni di riferimento delle direttive di livello 1 e 2 e del Testo unico, quest'ultimo come modificato dalla legge "comunitaria 2004".

Le modifiche regolamentari sono suddivise in ragione dei seguenti argomenti:

#### A. REGOLAMENTO EMITTENTI

1. Informazione su eventi e circostanze rilevanti
2. Acquisto di azioni proprie
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

#### B. REGOLAMENTO MERCATI

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

#### Legenda

[O]: Osservazioni dei commentatori

[C]: Considerazioni

### **PARTE I**

#### **A. REGOLAMENTO EMITTENTI**

## 1. Informazione su eventi e circostanze rilevanti:

### a) Questioni generali

1. [O] E' stato fatto rilevare che il RE non riporta una precisa indicazione delle responsabilità in capo al soggetto che emette strumenti derivati quotati, collegati ad uno strumento sottostante emesso da terzi, in relazione alle informazioni privilegiate relative all'emittente degli strumenti sottostanti che sicuramente possono influenzare il prezzo dello strumento finanziario derivato collegato.
2. [C] Al riguardo si rappresenta che tale questione non può essere oggetto di regolamentazione in attuazione dell'art. 114, comma 1, del Tuf. L'area delle informazioni oggetto di obbligo di comunicazione al pubblico è definita, infatti, proprio dalla predetta disposizione di legge tramite il richiamo alle informazioni privilegiate previste dall'art. 181 del Tuf, direttamente riguardanti gli emittenti strumenti finanziari quotati.
3. [O] E' stato chiesto di riconsiderare la disciplina, relativa all'informazione sui fatti rilevanti, applicabile agli OICR aperti indicizzati (ETF) in considerazione del fatto che tali emittenti gestiscono fondi correlati a indici o a panieri di titoli di riferimento, i quali sono caratterizzati dalla trasparenza dei metodi di calcolo e dal continuo aggiornamento del valore ad essi attribuito nei mercati principali di quotazione; in particolare è stato suggerito di escludere tali soggetti dal novero di quelli obbligati al rispetto degli adempimenti in parola, tenuto anche conto della scelta effettuata di non applicare agli stessi gli obblighi di *internal dealing*.
4. [C] Si premette che il nuovo quadro normativo risultante dalle ultime modifiche del Tuf, conseguenti al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, non offre margini di discrezionalità al fine dell'attenuazione degli adempimenti di informazione "continua" in relazione a specifici soggetti precedentemente inclusi tra quelli obbligati. Da un punto di vista tecnico, inoltre, è da ritenere che anche gli OICR aperti possano evidenziare, anche se meno frequentemente di altre tipologie di emittenti quotati, particolari circostanze, attinenti alla vita e alla gestione del fondo, la cui pubblicazione sia necessaria ai fini della corretta informazione del pubblico. Sul punto, pertanto, non è stato ritenuto possibile effettuare modifiche.

### b) Art. 65, comma 1, RE

5. [O] E' stato suggerito di sostituire, nell'art. 65, comma 1, la dicitura "*borsa in Italia*" con "*mercati regolamentati italiani*" al fine di rendere più generale la valenza della norma.
6. [C] Non è stato possibile apportare la modifica suggerita in quanto la dizione "quotati in borsa in Italia" è utilizzata nel RE in contrapposizione a quella di "quotati in mercati regolamentati diversi dalla Borsa" al fine di prevedere adempimenti informativi differenziati in relazione alle predette tipologie di mercato. Si rileva che con il termine "borsa" si definiscono (art. 2, comma 1, lettera *a-bis*, del RE) i mercati regolamentati, ovvero i relativi comparti, nei quali l'ammissione a quotazione risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE. Si segnala tuttavia che per effetto dei rinvii contenuti nel RE agli obblighi informativi previsti per gli emittenti quotati in borsa, la nuova disciplina derivante dal recepimento della direttiva sugli abusi di mercato si applica agli emittenti quotati in tutti i mercati regolamentati.

### c) Art. 66, comma 2, RE

7. [O] In considerazione del fatto che l'art. 9 della direttiva 2003/6/CE prevede l'inapplicabilità degli obblighi di comunicazione delle informazioni *price sensitive* "agli emittenti che non hanno richiesto o approvato l'ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un mercato regolamentato", è stato chiesto di precisare, nel punto in cui si estendono gli obblighi di informazione continua agli emittenti "per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani" (art. 65, comma 2), che l'ambito considerato dalla norma non include gli emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in assenza di domanda da parte dello stesso emittente.
8. [C] Al fine di evitare interpretazioni equivocate si è ritenuto opportuno accogliere la richiesta, definendo con apposita norma (art. 65-*bis*) l'ambito di applicazione della disciplina in conformità ai principi comunitari.

### d) Art. 66, comma 4, RE

9. [O] E' stato chiesto di specificare nell'art. 66, comma 4, che la pubblicazione dei comunicati sul sito internet dell'emittente debba essere effettuata prima dell'apertura dei mercati piuttosto che entro

l'inizio delle negoziazioni; secondo quanto osservato, tale ultimo riferimento potrebbe infatti essere interpretato come riguardante la fase di borsa successiva a quella definita, in uno dei regolamenti dei mercati autorizzati, come "pre-asta" con conseguente posticipazione della diffusione dell'informazione tramite *web*. Sul punto è stato anche chiesto di chiarire se l'obbligo di fare apparire le informazioni sul sito internet si applichi solo ove tale sito sia disponibile.

10. [C] Si condivide la necessità di precisare che la pubblicazione debba avvenire "entro l'apertura del mercato del giorno successivo a quello della sua diffusione". In relazione alla seconda questione, si ritiene che in attesa della completa revisione delle modalità di pubblicazione delle informazioni da parte delle società quotate – argomento disciplinato dalla nuova direttiva sulla trasparenza in fase di completa implementazione – l'obbligo di pubblicazione in questione vada applicato limitatamente alle società che abbiano già attivato un sito internet. Al fine di evitare interpretazioni erranee si ritiene pertanto opportuno integrare il comma 4 dell'art. 66, aggiungendo alla dizione "sito internet" le parole "ove disponibile".

*d) Art. 66, comma 5, RE*

11. [O] E' stato rilevato che l'art. 66, comma 5, non appare sufficientemente chiaro nell'evidenziare la tipologia delle informazioni privilegiate per le quali si manifesta l'esigenza di informare il pubblico, atteso che tale disposizione potrebbe essere intesa come riferita solo alle modalità e ai termini per la comunicazione al mercato. Apparirebbe necessario, pertanto, fornire ulteriori chiarimenti nel testo del regolamento. In particolare, è stata auspicata una migliore formulazione della dizione "non ancora formalizzati". E' stato inoltre fatto presente che la norma in esame potrebbe far sorgere il dubbio che l'emittente possa assolvere l'obbligo previsto dall'art. 114, comma 1, del Tuf, oltre che attraverso la pubblicazione dell'apposito comunicato, secondo modalità alternative purché il pubblico sia tempestivamente informato.
12. [C]: Si ritiene che non sussistano margini di miglioramento della disposizione contenuta nell'art. 66, comma 5. Giova osservare, infatti, che l'art. 114, comma 1, del Tuf attribuisce alla Consob di dare attuazione alla previsione ivi contenuta stabilendo con regolamento esclusivamente "le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni". In tale ambito, come segnalato nel documento di consultazione, è apparso doveroso, per non alterarne nemmeno in parte la portata precettiva, riprodurre testualmente la previsione contenuta nella direttiva di livello 2, a tenore della quale gli obblighi di *disclosure* si considerano ottemperati "quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio". Tale previsione, come già detto, considera indispensabile il concreto "verificarsi" degli eventi e delle circostanze ai fini dell'imposizione dell'obbligo di informazione. Alla luce di tali considerazioni la dizione "non ancora formalizzati" non può che riferirsi a eventi o circostanze comunque già verificatesi, in relazione alle quali, tuttavia, manca la definitiva ufficializzazione. In conclusione, non appare opportuno riformulare il testo della disposizione in esame la cui effettiva portata potrà essere valutata caso per caso, in relazione a circostanze specifiche; si è tuttavia ritenuto opportuno, considerata la portata di carattere generale della norma in esame, inserirla come primo comma dell'art. 66. Con riferimento al dubbio circa la valenza di altre modalità di comunicazione, diverse da quelle indicate al comma 1 dell'art. 66 del RE (comma 2, nel testo riformulato), si può ritenere sufficientemente chiaro che l'obiettivo della previsione del comma 5 sia quello di regolare il momento in cui sorge l'obbligo di informazione e non già quello di stabilire deroghe al comma 1; le informazioni devono pertanto essere pubblicate con le modalità stabilite nell'art. 66, comma 1, del RE o con quelle diverse stabilite ai sensi dell'art. 67 del RE.
13. [O] E' stato auspicato un chiarimento sulle condizioni per l'adempimento dell'obbligo di comunicazione relativo ad eventi non ancora giunti a completa maturazione (art. 66, comma 5, ora comma 1) se si è in presenza congiuntamente di: *i)* segnali inequivocabili del fatto che non risultino rispettati gli obblighi di riservatezza da parte di chi sia venuto a conoscenza di tali informazioni e *ii)* fondati motivi per presumere un esito positivo delle operazioni di cui tali eventi costituiscono fasi iniziali o intermedie.
14. [C] Si ritiene che tale precisazione non sia necessaria tenuto conto del disposto dell'art. 114, comma 4, del Tuf e dell'art. 66-*bis*, comma 3, lettera *c)*, del RE ai sensi dei quali è disposta la comunicazione al pubblico delle informazioni, aventi le caratteristiche previste dall'art. 114, comma 1, anche nel solo caso in cui sia venuta meno la riservatezza delle informazioni.

*e) Art. 66, comma 6, RE*

15. [O] Con riferimento alla previsione relativa alla comunicazione di ogni "modifica significativa" di quanto già comunicato (art. 66, comma 6, lettera *b)*), è stato suggerito di specificare i criteri di valutazione della significatività delle modifiche delle informazioni privilegiate da comunicare al mercato. E' stato chiesto, inoltre, di fare riferimento non genericamente alle modifiche "delle informazioni privilegiate già comunicate al pubblico" ma agli "elementi", indicati dalla precedente lettera *a)* dello stesso comma 6,

che devono essere inclusi nel comunicato. E' stato anche chiesto di chiarire, in relazione alla lettera d) del comma 6, se il richiamo agli emittenti che hanno richiesto o "ottenuto" l'ammissione alla negoziazione debba essere interpretato come volontà di includere, nell'ambito di applicazione della norma, gli emittenti che non abbiano richiesto direttamente la quotazione dei propri strumenti finanziari in uno Stato membro essendo, invece, tale richiesta stata effettuata da terzi.

16. [C] Appare evidente che la fattispecie in esame non riguarda unicamente le modifiche delle informazioni già date, che di per sé potrebbero risultare *price sensitive*, giacché troverebbe in questo caso diretta applicazione l'obbligo di informazione ex art. 114, comma 1, del Tuf. La "significatività" delle modifiche va pertanto valutata, caso per caso, in relazione alla loro idoneità ad alterare in modo rilevante il contesto informativo sulla base del quale si formano le aspettative degli investitori. Tale criterio appare immediatamente deducibile dal contenuto semantico del termine "significativo" e pertanto non sembrano necessarie ulteriori specificazioni nel testo regolamentare. Si ritiene, inoltre, che il riferimento contenuto nella norma in esame alle "modifiche delle informazioni privilegiate", peraltro testualmente riprodotto dalla direttiva, appaia maggiormente idoneo a ricomprendere ogni nuova circostanza relativa allo specifico fatto, mentre risulterebbe riduttivo il riferimento agli elementi contenuti nel comunicato secondo la formulazione avanzata nelle osservazioni.
17. [C] E' stata condivisa, comunque, l'esigenza di modificare il testo della disposizione in esame al fine di chiarire che gli Stati membri indicati sono soltanto quelli in cui gli emittenti abbiano approvato l'ammissione alla negoziazione.
18. [O] E' stato chiesto di dare, nell'art. 66, comma 6, lettera c), un più dettagliato contenuto al termine "marketing" utilizzato per indicare l'attività che non deve essere combinata con l'informazione al pubblico per fini istituzionali.
19. [C] Si è ritenuto opportuno confermare il termine proposto di "marketing", peraltro riprodotto testualmente dalla direttiva di livello 2, in quanto per la sua genericità esso appare idoneo ad includere, nella fattispecie considerata, qualsiasi tipologia di attività promozionale.
20. [O] Con riferimento alla comunicazione sincronizzata prevista dall'art. 66, comma 6, lettera d), è stato fatto osservare che non è chiaro come essa sia da adempiere anche in considerazione dell'assenza di una direttiva che armonizzi tale obbligo a livello comunitario. E' stato, inoltre, suggerito di prevedere, ai fini del rispetto di tale adempimento, l'applicazione del criterio della "ragionevole diligenza" indicato nella specifica direttiva di livello 2.
21. [C] Si ritiene che i principi fondamentali che possono desumersi da tale previsione sono, da un lato, la conferma del divieto di diffusione selettiva dell'informazione e, dall'altro, l'indicazione che la quotazione contestuale in diversi paesi comunitari non giustifica un ritardo di comunicazione irragionevole nei rispettivi paesi; sono pertanto gli stessi emittenti a dover assicurare che, anche in presenza di sistemi di diffusione delle informazioni diversi (*service provider* ufficiali, agenzie, siti *web* delle autorità ecc.), la trasmissione al pubblico avvenga in modo il più possibile sincronizzato. E' stata ritenuta, infine, non necessaria l'esplicita indicazione del criterio della "ragionevole diligenza" ai fini del rispetto dell'adempimento in parola, in considerazione del fatto che, in forza dei principi di carattere generale, la valutazione della condotta dei soggetti obbligati si fonda inevitabilmente su tale criterio.

*f) Art. 66, comma 7, RE*

22. [O] E' stato chiesto di meglio chiarire la coerenza tra l'obbligo di pubblicazione delle informazioni contabili rese note a terzi, previsto dall'art. 66, comma 7, del RE e la previsione dell'art. 114, comma 4, del Tuf relativa alla necessità di pubblicare ogni informazione privilegiata comunicata a terzi non tenuti alla riservatezza; ciò tenuto conto del fatto che, in relazione alla prima fattispecie, nella comunicazione Consob DME/3019271 si indica che tale obbligo non sussiste "quando il soggetto che riceve l'informazione è tenuto ad un obbligo di riservatezza e la comunicazione è operata in applicazione di obblighi normativi". In particolare, è stato chiesto se il riferimento all'esistenza di obblighi normativi di comunicazione dell'informazione valga a tipizzare/eseemplificare tutti i casi di ammissibilità dell'"informazione selettiva" ex art. 114, comma 4, del Tuf.
23. [C] Occorre osservare che la fattispecie prevista dall'art. 66, comma 7, del RE, peraltro di attuazione dell'art. 114, comma 5, del Tuf, rappresenta un caso del tutto particolare e riguarda nello specifico informazioni concernenti le situazioni contabili per le quali è previsto un obbligo di comunicazione a prescindere da qualsiasi analisi relativa alla loro significatività. Tale circostanza, pertanto, non consente di riconoscere alla citata interpretazione una valenza generale applicabile a tutti i casi di "selettiva" comunicazione delle informazioni a terzi.  
[C] Con l'occasione è stato ritenuto opportuno riportare nello stesso art. 66, comma 7, la deroga all'applicazione della norma in parola nei casi in cui la comunicazione avvenga nei confronti di soggetti che siano tenuti ad un obbligo di riservatezza e sia effettuata in applicazione di obblighi normativi. Tale

deroga era già contenuta nella citata comunicazione DME/3019271.

g) Art. 66, comma 8, RE

24. [O] Con riferimento alla previsione relativa al commento delle indiscrezioni, contenuta nell'art. 66, comma 8, è stato auspicato un ripensamento di tale obbligo alla luce delle nuove disposizioni introdotte con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato. E' stato rilevato, in particolare, che il parametro della variazione del prezzo rispetto all'ultimo del giorno precedente potrebbe non essere sufficiente ad evidenziare una situazione anomala, in quanto la variazione potrebbe coincidere con un più generale movimento di settore e di mercato. E' stato chiesto, inoltre, di chiarire il termine "ultimo prezzo del giorno precedente", prevedendo come misura di variazione del prezzo rilevante ai fini della sussistenza dell'obbligo informativo il "prezzo di riferimento" previsto nel regolamento di uno dei mercati autorizzati, nonché di stabilire la percentuale di variazione di prezzo che individui lo scostamento rilevante. E' stato chiesto, infine, di non circoscrivere l'ambito delle notizie rilevanti a quelle "concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari, ovvero l'andamento dei loro affari" ma di far riferimento più genericamente ai fatti "che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate", al fine di includere anche informazioni riguardanti offerte pubbliche di acquisto o collocamenti, e di specificare meglio l'applicabilità della previsione ai soggetti controllanti "ove interessati".
25. [C] Le novità introdotte con la direttiva sugli abusi di mercato trovano adeguato coordinamento con la previsione di commento delle indiscrezioni, già contenuta nella precedente disciplina regolamentare. Infatti, la norma in questione impone di informare il pubblico in presenza di due specifiche condizioni: il *rumour* e la variazione delle quotazioni. Tali condizioni, qualora presenti anche singolarmente, potrebbero in ogni caso essere un indizio del venir meno della riservatezza in ordine ad una specifica informazione privilegiata, circostanza in relazione alla quale l'emittente dovrebbe comunque provvedere a informare il pubblico ai sensi dell'art. 114, comma 4, del Tuf; al fine di chiarire le modalità di coordinamento tra l'applicazione dell'art. 66, comma 8 e dell'art. 114, comma 4, del Tuf nella disposizione regolamentare è stato reso evidente che "resta fermo quanto predisposto dall'art. 114, comma 4, del Tuf". Per quanto concerne l'osservazione che la variazione potrebbe riflettere l'andamento di particolari settori o del mercato in generale, non appare necessario fornire ulteriori chiarimenti; tale aspetto non è risultato critico nella previgente disciplina che è stata oggetto di consolidata applicazione. Si rileva, inoltre, che non appare opportuno modificare il riferimento allo "ultimo prezzo"; con tale termine, infatti, si è voluto fornire un riferimento di valenza generale atto a consentirne l'applicazione rispetto ai diversi mercati regolamentati autorizzati e ai diversi strumenti in essi trattati. Si osserva, infine, che la possibilità di ridotta significatività dell'ultimo prezzo appare marginale anche in considerazione dei sistemi d'asta per la determinazione dei prezzi di chiusura previsti in alcuni casi dai regolamenti di mercato.
26. [C] Quanto all'ambito delle notizie rilevanti ai fini della disciplina in esame, attesa l'indeterminatezza tipica delle indiscrezioni, appare opportuno, al fine di assicurare l'effettiva capacità precettiva della norma, mantenere l'indicazione di fattispecie tipiche in relazione alle quali valutare la necessità di commento dei *rumour* (notizie concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari ovvero l'andamento dei loro affari). E' stato, tuttavia, ritenuto opportuno aggiungere alle citate fattispecie, per completezza, anche quella relativa alle operazioni di finanza straordinaria relative agli emittenti.

h) Art. 66-bis RE

27. [O] E' stato chiesto se, ai sensi della nuova disciplina, sia ancora possibile un ritardo parziale della comunicazione di informazioni privilegiate. Sul punto è stato anche proposto di non prevedere nell'art. 66-bis, comma 2, criteri generali che possano servire da guida nell'individuazione di ulteriori situazioni nelle quali i legittimi interessi degli emittenti possano risultare pregiudicati, specificando nella disposizione che le ipotesi contenute alle lettere a) e b) sono da considerare "non esaustive". Con riguardo ai citati criteri generali è stato segnalato in particolare che, da un lato, i rischi di mancata realizzazione dell'operazione appaiono già contenuti nella circostanza prevista alla lettera a) e, dall'altro che, appare di difficile inquadramento la nozione di "ragioni oggettive"; essa, per contro, può dare luogo ad applicazioni non corrette della disciplina, in considerazione della valutazione inevitabilmente "soggettiva" che l'emittente è chiamato ad effettuare nella scelta di ritardare la comunicazione. Con riferimento alla specifica fattispecie contenuta nella lettera b) del comma 2 dell'art. 66-bis, è stato suggerito di sostituire il termine "struttura" con quello di "statuto". E' stato infine richiesto di estendere la disciplina regolamentare prevedendo espliciti casi di legittimo interesse, ai fini del ritardo della comunicazione, anche con riferimento a soggetti diversi dall'emittente, quali, in primo luogo, i controllanti e, poi, altre parti negoziali tipicamente presenti nelle operazioni di acquisizione e fusione (il venditore o l'acquirente ovvero il potenziale offerente, nel caso di offerta pubblica di acquisto o di scambio).

28. [C] Sul punto si ritiene che, alla luce della nuova formulazione dell'art. 114, comma 3, del Tuf, sia possibile ritardare la comunicazione al pubblico anche di elementi parziali di fatti o circostanze rilevanti, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. La circostanza che la nuova disposizione non contempra esplicitamente la deroga parziale prevista nella precedente versione dell'art. 114, comma 4, del Tuf appare dovuta alle diverse modalità di attuazione del ritardo della comunicazione al pubblico, che non richiede più l'autorizzazione preventiva da parte della Consob. Nel previgente sistema, infatti, la legge aveva ritenuto opportuno attribuire alla Consob, nell'ambito del procedimento di valutazione del reclamo formulato dall'emittente, la possibilità di autorizzare tale richiesta anche solo in parte, fermo restando che, come oggi, era sempre l'emittente a decidere l'ambito degli elementi informativi oggetto della ritardata comunicazione.
29. [C] Per quanto concerne la clausola generale contenuta nell'art. 66-bis, comma 2, si evidenzia, come già precisato nel documento di consultazione, che la sua previsione si fonda, da un lato, sull'opportunità di fornire una guida nell'individuazione delle ulteriori situazioni in cui è possibile derogare all'obbligo di immediata pubblicazione e, dall'altro, stante l'indubbio carattere di "eccezionalità" dello strumento in questione, sulla necessità di fissare in via generale limiti certi all'universo di interessi rilevanti in argomento. Mantenendo ferma la prima parte della clausola generale, relativa alle operazioni in corso di realizzazione, è stato invece ritenuto opportuno modificare il disposto della norma in parola al fine di renderne più concreta la seconda parte. A tal fine la nuova formulazione richiama, come fattispecie rilevanti per il ritardo, ragioni inerenti alla non adeguata definizione di eventi o circostanze che possano dare luogo a non compiute valutazioni da parte del pubblico. È stato infine mantenuto il termine "struttura", peraltro testualmente riprodotto dalla direttiva, in quanto più rappresentativo del generico riferimento al sistema organizzativo dell'emittente che la previsione comunitaria appare abbia voluto richiamare.
30. [C] Per quanto concerne le ulteriori ipotesi in cui è configurabile il ritardo della comunicazione, si rileva che l'art. 66-bis, comma 1, stabilisce la necessità di "legittimi interessi" e per questi prevede quando sarebbero pregiudicati dalla immediata comunicazione a tutti i soggetti ricadenti nell'ambito di applicazione dell'art. 114, comma 3, del Tuf e, pertanto, sia agli emittenti che ai controllanti di questi ultimi. Al fine di consentire l'utilizzo della clausola generale anche ai controllanti si è quindi modificata la prima parte del comma 2 dell'art. 66-bis. Non appare invece opportuno prevedere altre ipotesi rilevanti, accanto a quelle delle citate lettere a) e b), a motivo dell'esigenza di tener fermo l'indubbio carattere di "eccezionalità" dello strumento in questione. Non appaiono, infine, meritevoli di tutela gli interessi legittimi delle parti terze se il loro pregiudizio non si riverbera, indirettamente, sugli interessi dell'emittente quotato o del controllante l'emittente. Tale circostanza appare tuttavia ricompresa nella formulazione proposta e non necessita di ulteriori specificazioni.
31. [O] È stato rilevato che le "misure efficaci" previste dall'art. 66-bis, comma 3, che l'emittente, in pendenza del ritardo, deve adottare al fine di garantire la riservatezza dell'informazione, dovrebbero essere meglio specificate, chiarendo anche cosa debba intendersi per "persone che ne hanno necessità per esercitare le loro funzioni nell'ambito dell'emittente" a cui è consentito l'accesso alle informazioni e, di conseguenza, se le citate misure debbano riguardare anche soggetti terzi; è stato chiesto inoltre se la perdita di riservatezza sia da intendere come un caso di fuga di notizie.
32. [C] Si ritiene che non sussista la necessità di ulteriori modifiche atteso che le circostanze citate non sembrano dare luogo a dubbi interpretativi: le "persone che ne hanno necessità per esercitare le loro funzioni nell'ambito dell'emittente" sono evidentemente quelle che, all'interno dell'emittente o del controllante, utilizzano le informazioni per motivi di ufficio e la perdita di riservatezza include anche ipotesi di fuga di notizie.
33. [O] In relazione alla comunicazione alla Consob della decisione del ritardo della comunicazione (art. 66-bis, comma 4) e alla conseguente possibilità per la stessa Consob di richiedere comunque la diffusione dell'informazione (art. 66-bis, comma 5), è stato chiesto di stabilire garanzie procedurali volte a un'attenta ponderazione degli interessi coinvolti e stabilire un contraddittorio con le parti interessate. Taluni hanno anche chiesto di predefinire il contenuto della comunicazione alla Consob.
34. [C] Sul punto si precisa che la valutazione di tutti gli interessi coinvolti costituisce principio guida dell'attività istituzionale della Consob in tutte le ipotesi e quindi anche nell'ipotesi, opposta a quella considerata nell'osservazione, di mancata comunicazione dell'intenzione di ritardare la diffusione dell'informazione. L'esigenza rappresentata trova inoltre già risposta nei doveri di imparzialità ed efficacia dell'attività amministrativa della Consob fissati dai principi generali. Quanto al contenuto della comunicazione, la previsione relativa alla comunicazione della notizia del ritardo e delle "connesse circostanze" appare sufficientemente chiara ai fini della indicazione del contenuto della notifica. Le circostanze non possono che riferirsi alle informazioni oggetto del ritardo, alle motivazioni e ad ogni altra circostanza che l'emittente ritenga debba essere comunicata alla Consob ai fini di una compiuta valutazione della condotta segnalata.

35. [O] E' stato domandato se la mancata revisione dell'art. 68 del RE, in attuazione della normativa comunitaria, comporti la non assoggettabilità agli obblighi di pubblicazione previsti dall'art. 114, comma 1, del Tuf dei dati previsionali relativi agli emittenti quotati.
36. [C] Si precisa che l'art. 68 del RE impone la pubblicazione delle informazioni previsionali, se diffuse a terzi, a prescindere da qualsiasi valutazione circa l'idoneità delle stesse a produrre un'immediata influenza sulle quotazioni. Tale regola pertanto risponde a finalità diverse da quelle proprie dell'art. 114, comma 1, del Tuf. Ciò non toglie che le informazioni previsionali, ove assumano i caratteri dell'informazione *price sensitive*, possano ricadere nell'area soggetta agli obblighi previsti dal predetto art. 114, comma 1, del Tuf.

## **2. Acquisto di azioni proprie**

### **a) Questioni generali**

37. [O] In termini generali è stato chiesto di chiarire la portata applicativa delle norme sull'acquisto delle azioni proprie in relazione all'istituto della "*safe harbour*". Le prime norme apparirebbero non ammettere comportamenti diversi da quelli in esse regolati contravvenendo perciò al principio comunitario (considerando numero due del regolamento 2273/2003/CE) che sostiene che anche comportamenti difformi da quelli previsti nelle "*safe harbour*" non sono di per sé considerati abusi di mercato.
38. [C] Il contrasto evidenziato nel commento è solo apparente. La disciplina sull'acquisto di azioni proprie è finalizzata alla tutela della parità di trattamento degli azionisti ed attiene pertanto a profili "societari". La *safe harbour*, invece, riguarda cautele stabilite nell'ambito dei presidi volti ad assicurare l'integrità dei mercati. La prima disciplina impone specifiche modalità operative; la seconda garantisce che, nel caso in cui alcune di queste modalità (in particolare la negoziazione sui mercati) siano condotte nel rispetto di talune condizioni, le stesse sono da ritenere regolari in via presunta ai fini dell'integrità dei mercati. Ovviamente, da un lato, il rispetto della prima disciplina non assicura il rispetto dei divieti di abuso di mercato e, dall'altro, potrebbero verificarsi ipotesi in cui operazioni effettuate in violazione della disciplina sull'acquisto di azioni proprie e, per di più, al di fuori delle condizioni stabilite dalla *safe harbour*, non integrino, comunque, abusi di mercato.

### **b) Art. 144-bis RE**

39. [O] E' stato fatto rilevare che in relazione alle ipotesi indicate nelle lettere *b)* e *c)*, dell'art. 144-bis la norma regolamentare affida alla società di gestione del mercato il compito di individuare le modalità operative da utilizzare. Ciò si porrebbe in contrasto con la norma primaria (art. 132 del Tuf), che affida alla Consob il compito di stabilire le modalità di acquisto senza la possibilità di delegare le proprie funzioni alla società di gestione del mercato, a differenza di quanto previsto invece dalla precedente formulazione dell'art. 132 del Tuf.
40. [C] Si osserva che il rinvio alle modalità stabilite dalla società di gestione del mercato non è da considerare una mera delega di funzioni ma è piuttosto una esigenza connessa alla necessità di attribuire, in via generale, a tale soggetto il compito di stabilire nel dettaglio, compatibilmente con le caratteristiche delle proprie strutture di negoziazione, gli strumenti operativi che consentano agli emittenti di poter rispettare i limiti fissati dalla Consob nel proprio regolamento.

[C] E' apparso opportuno, tuttavia, puntualizzare, modificando conseguentemente la disposizione in esame, che la società di gestione del mercato deve stabilire le predette modalità nel regolamento di organizzazione e gestione.

41. [O] Con riferimento all'utilizzo di strumenti derivati per l'acquisto di azioni proprie è stato fatto osservare che il principio dell'equo trattamento degli azionisti potrebbe essere più efficacemente realizzato attraverso l'imposizione in capo all'emittente di un'informativa idonea a mettere concretamente tutti gli azionisti di minoranza nella condizione di partecipare a tale operatività. E' stato aggiunto che la presenza in uno dei mercati autorizzati, quali l'IDEM, di molteplici serie di strumenti per ciascun contratto derivato, potrebbe rendere difficoltoso l'accesso dell'azionista *retail*; per tale ragione l'informazione da diffondere prima dell'inizio delle operazioni dovrebbe contenere l'indicazione delle serie di strumenti oggetto di compravendita. Affinché tale comunicazione sia efficace, è stata segnalata inoltre l'opportunità di limitare il numero delle serie mediante le quali consentire le operazioni di acquisto di azioni proprie tramite derivati. E' stato chiesto inoltre di chiarire l'eventuale applicabilità di tale previsione ai *covered warrant*.
42. [C] La proposta si ritiene meritevole di considerazione; è stato pertanto riformulato adeguatamente il testo regolamentare oggetto di modifica al fine di consentire alle società di gestione del mercato di prevedere apposite disposizioni applicative. In particolare, è stato indicato che la società di gestione del

mercato deve stabilire le modalità di compravendita degli strumenti derivati in modo tale da: *i*) non consentire l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita e *ii*) garantire un'agevole partecipazione da parte degli investitori alle negoziazioni dei predetti strumenti derivati utilizzati per l'acquisto di azioni proprie; a tal fine la società di gestione indica idonee condizioni operative e i connessi obblighi di informazione al pubblico. Si rileva inoltre che l'acquisto di azioni proprie tramite *covered warrant* non è allo stato consentito in quanto per "strumenti derivati", richiamati nell'art. 144-*bis* lettera *c*), del RE, sono da intendere gli strumenti indicati dall'art. 1, comma 2, lettere *f*), *g*), *h*), *i*) e *j*) del Tuf che allo stato non includono esplicitamente i *covered warrant*.

43. [O] In relazione a tale materia è stato chiesto inoltre di prevedere modalità di acquisto anche al di fuori dei mercati regolamentati sia in contanti sia tramite l'utilizzo di strumenti derivati.
44. [C] Come segnalato nel documento di consultazione, tali ulteriori modalità di realizzazione di programmi di acquisto di azioni proprie sono state oggetto di attenta valutazione. Sul punto, tuttavia, si è comunque ritenuto opportuno svolgere ulteriori approfondimenti rinviando ogni relativa decisione ad una fase successiva.
45. [O] Con riferimento all'ipotesi di acquisto di azioni proprie tramite l'attribuzione proporzionale ai soci di un'opzione di vendita alla società (lettera *d*) è stato chiesto di valutare la configurabilità dell'operazione come fattispecie di "invito ad offrire" che rientrerebbe nella categoria delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lettera *v*) del Tuf; in tale caso apparirebbe non coerente l'indicazione di tale fattispecie come modalità alternativa all'offerta pubblica di acquisto prevista nel comma 1, lettera *a*) dell'art. 144-*bis*.
46. [C] L'acquisto di azioni proprie effettuato tramite l'attribuzione ai soci di un'opzione di vendita, previsto dall'art. 144 *bis*, comma 1, lettera *d*) del RE, rappresenta una fattispecie con caratteristiche peculiari: l'opzione di vendita è attribuita gratuitamente e dallo stesso emittente. Per queste caratteristiche, tra l'altro, è ragionevole ritenere che tale fattispecie non configuri un appello al pubblico risparmio, né nella forma della sollecitazione all'investimento, né in quella dell'offerta pubblica di acquisto. Sotto il primo profilo, l'attribuzione gratuita dell'opzione di vendita è sufficiente ad escludere una sollecitazione all'investimento. Sotto il secondo profilo si osserva, in primo luogo, la profonda diversità del meccanismo negoziale che è alla base della offerta pubblica di acquisto e della fattispecie in esame. L'offerta pubblica di acquisto consiste in una proposta o invito ad offrire, che sono atti prenegoziali. L'opzione di vendita è un contratto già perfetto, attributivo di un diritto potestativo. Quindi l'opzione di vendita non può essere confusa con un "invito ad offrire" poiché, mentre nel primo caso si attribuisce un diritto potestativo il cui esercizio perfeziona automaticamente la vendita, nell'invito ad offrire, invece, si invita il destinatario a formulare una proposta contrattuale. Pertanto, nel momento in cui viene attribuita un'opzione di vendita, non si propone ai soci di vendere le proprie azioni, né li si invita a formulare una proposta di vendita, alle condizioni e nei tempi stabiliti dalla procedura d'offerta, ma si attribuisce gratuitamente al socio un diritto che entra immediatamente a far parte del suo patrimonio e che potrà dar luogo ad una vendita di azioni, con corresponsione del relativo prezzo, solo in una fase successiva, nei termini (massimo 18 mesi) e alle condizioni stabiliti nella delibera assembleare di autorizzazione del programma di acquisto. Occorre tenere presente, tuttavia, che la fattispecie in esame potrebbe prestarsi a facili elusioni della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto; tale rischio sembra da escludersi nel caso in cui le opzioni di vendita siano attribuite dallo stesso emittente e siano, quindi, funzionali alla realizzazione di un'operazione di acquisto di azioni proprie ex art. 2357 c.c. che presenta caratteri autonomi e speciali. Tale operazione, infatti, persegue finalità del tutto peculiari ed è disciplinata da specifiche norme che pongono divieti, limiti e sanzioni di varia natura a tutela dell'interesse generale ad un ordinato svolgimento dell'attività economica, nonché dell'interesse dei creditori e dei soci (norme che attengono sia alle condizioni di ammissibilità e modalità di svolgimento dell'operazione, sia alla sorte delle azioni acquistate come quelle che prevedono la "sterilizzazione" dei diritti sociali). Proprio in virtù della specificità rilevata, è possibile escludere che l'acquisto di azioni proprie realizzato tramite l'attribuzione gratuita di opzioni di vendita comporti un aggiramento della disciplina sull'opa. L'attribuzione gratuita di opzioni di vendita sulle proprie azioni rappresenta una modalità diversa e alternativa all'offerta pubblica di acquisto che, al pari di questa, è idonea ad assicurare il rispetto della parità di trattamento degli azionisti atteso che l'opzione di vendita viene attribuita gratuitamente a tutti i soci, proporzionalmente alle azioni da queste possedute.
47. [O] E' stato fatto osservare che la previsione relativa al contenuto della delibera assembleare (art. 144-*bis*, comma 2) appare eccessivamente vincolante, non risultando coerente con la funzione dell'assemblea la circostanza che tale delibera debba indicare nel dettaglio anche le modalità del riacquisto e il quantitativo massimo acquistabile attraverso ciascuna delle modalità, atti che per la loro natura gestoria dovrebbero essere di competenza del consiglio di amministrazione.
48. [C] E' da segnalare, come già indicato nel documento di consultazione, che l'individuazione di norme di trasparenza o di regolazione del processo di approvazione dei programmi di acquisto di azioni proprie da parte dell'assemblea è volta a migliorare la consapevolezza degli azionisti in merito a tali operazioni.

In particolare, appare ragionevole che, a fronte della possibilità concessa alle società di scegliere tra diverse modalità di realizzazione degli acquisti, trovi spazio un maggiore coinvolgimento dell'assemblea nell'individuare esplicitamente le modalità che si ritengono adatte a soddisfare gli interessi della generalità degli azionisti, escludendone altre. E' stato ritenuto, invece, di poter condividere le criticità relative all'obbligo di indicare nella delibera assembleare il quantitativo massimo di azioni acquistabile attraverso ciascuna delle modalità stabilite, in quanto, a causa della lunga durata dell'autorizzazione concessa, potrebbero verificarsi condizioni di mercato che solo il consiglio di amministrazione può valutare ai fini dell'efficace utilizzo di una o più modalità di acquisto autorizzate dall'assemblea. E' stato pertanto modificato il testo dell'art. 144-*bis* comma 2, del RE eliminando tale ultima previsione.

49. [O] In relazione all'obbligo di informazione preventiva al pubblico in merito ai termini delle operazioni è stato chiesto, inoltre, di chiarire la portata del termine "programma" utilizzato nel proposto comma 3 dell'art. 144-*bis* e, più in generale, di coordinare i nuovi obblighi di informazione con quelli già esistenti nel RE.
50. [C] Il termine "programma" è da riferire, come appare sufficientemente chiaro, alle condizioni e agli elementi stabiliti nella delibera assembleare. Tale termine, in particolare, è utilizzato al fine di coordinare la disposizione in questione con quanto previsto dal regolamento CE 2273/2003 che in caso di applicazione della *safe harbour* impone la pubblicazione di informazioni sul "programma di riacquisto di azioni proprie"; l'uniformità delle formulazioni è volta a rendere evidente che, in caso di applicazione della citata *safe harbour*, l'emittente può adempiere alla pubblicazione delle informazioni prima dell'inizio delle negoziazioni richiesta sia dall'art. 4, comma 2, del regolamento CE 2273/2003 sia dall'art. 144-*bis*, comma 3, del RE, con una unica comunicazione. Si è ritenuto peraltro opportuno chiarire, nel citato comma 3, che il programma in questione è relativo all'acquisto di azioni autorizzato dall'assemblea.
51. [C] Per quanto concerne infine il coordinamento dei nuovi obblighi informativi con quelli già risultanti dal previgente RE, è da segnalare che la pubblicazione delle informazioni tramite il deposito della relazione illustrativa degli amministratori prima dell'assemblea, redatta in conformità dell'allegato 3A richiamato dall'art. 73 del RE, non esime la società dalla diffusione delle informazioni richieste dal nuovo art. 144-*bis*, comma 3; quest'ultimo adempimento, infatti, differisce dal primo sia per la modalità di diffusione delle informazioni, tramite agenzie di stampa ovvero tramite il sistema di diffusione stabilito dalle società di gestione, sia per il momento in cui la pubblicazione deve essere realizzata, necessariamente dopo l'avvenuta approvazione da parte dell'assemblea. E' apparso opportuno, tuttavia, modificare il testo dell'allegato 3A, richiamato dall'art. 73 del RE, al fine di rendere il contenuto delle informazioni ivi richieste in linea con i nuovi adempimenti. E' stata, infine, condivisa la proposta di non rendere necessaria l'ulteriore diffusione di informazioni preventive, ai sensi del combinato disposto dei commi 3 e 5 dell'art. 144-*bis*, quando l'acquisto di azioni proprie venga effettuato tramite un'offerta pubblica di acquisto per la quale è predisposto un apposito documento informativo. E' stato perciò deciso di rendere inapplicabile il predetto adempimento preventivo in caso di opa.
52. [O] E' stato suggerito, con riferimento alle informazioni da pubblicare al termine delle operazioni ai sensi del comma 4 dell'art. 144-*bis*, di sostituire il termine "commento" sulla realizzazione del programma con quello più generico di "informativa", in quanto il primo termine potrebbe implicare una valutazione da parte dell'emittente anche di eventi oggettivi o comunque ad esso estranei.
53. [C] Si ritiene che il termine "commento" sia utile a rendere chiaro l'obiettivo che la norma si propone, in particolare per quanto concerne l'informazione del pubblico in merito ai motivi per cui, in caso di esito negativo del programma, le operazioni di acquisto non siano state effettuate. Tale interesse appare maggiormente soddisfatto dalla predisposizione di un commento sull'andamento del programma di acquisto piuttosto che da una semplice indicazione di dati sulle operazioni. E' stato ritenuto comunque opportuno, al fine di migliorare la previsione in questione, integrarne il contenuto prescrivendo, più in generale, la necessità di dare informazioni sull'esito del programma con un commento sulla sua realizzazione.

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

#### **a) Artt. 87 e 101 RE**

54. [O] E' stato suggerito di precisare che le comunicazioni delle operazioni di compravendita degli strumenti richieste dagli articoli 87 e 101 del RE siano riferite, in particolare per gli intermediari quotati, a quelle compiute in conto proprio e non anche a quelle effettuate per conto terzi e che sia chiarito quali sono gli strumenti finanziari oggetto di segnalazione.
55. [C] Le precisazioni richieste sono già contenute nel punto 1.1 dell'allegato 3F che deve essere considerato parte integrante delle disposizioni contenute negli articoli 87 e 101. In particolare, le operazioni oggetto di comunicazione sono quelle effettuate "per proprio conto o per conto di altri soggetti appartenenti al gruppo al quale appartengono gli stessi emittenti" e riguardano solo le azioni; i

soggetti obbligati e responsabili delle comunicazioni sono evidentemente gli emittenti tali azioni.

*b) Art. 152-sexies RE*

56. [O] In relazione alla definizione contenuta nell'art. 152-sexies, comma 1, lettera a), quarto alinea, concernente la nozione di strumenti finanziari collegati e, in particolare, quella di azioni emesse da società in rapporto di controllo con l'emittente quotato, è stato chiesto di chiarirne l'ambito di applicazione e, nello specifico, se le parole "in rapporto di controllo" devono essere interpretate come riferite alle società "controllanti e controllate"; è stato anche domandato di chiarire il motivo della loro inclusione tra gli strumenti collegati e chiesta la loro limitazione alle società quotate controllate.
57. [C] E' da ritenere che la citata definizione non possa determinare interpretazioni equivoche se si considera che la stessa dizione era già presente nel Tuf, nella versione precedente al recepimento della direttiva sugli abusi di mercato, nonché nel RE e che essa è stata utilizzata, con prassi consolidata, come riferita sia a soggetti controllanti l'emittente sia a quelli controllati dall'emittente, quotati e non quotati. Per quanto concerne la motivazione della loro inclusione tra gli strumenti collegati, si rileva che sia la direttiva sia il Tuf non indicano l'ambito di riferimento degli strumenti collegati. Al fine di ridurre le incertezze degli operatori nell'individuazione di tali strumenti è stato pertanto ritenuto necessario indicare puntualmente le tipologie rilevanti ai fini dell'adempimento in parola prendendo a riferimento la definizione di "strumento associato" adottata nel Regolamento n. 2273/2003/CE in materia di *safe harbour*. Tra le tipologie di "strumento associato" alle azioni tale Regolamento prevede gli strumenti emessi o garantiti dall'emittente e il cui prezzo di mercato possa influenzare in misura significativa il prezzo delle azioni. Considerata la rilevanza nella realtà italiana del fenomeno dei gruppi societari è stato ritenuto utile estendere tale fattispecie anche alle azioni di società legate da rapporti di controllo con l'emittente qualora queste fossero fortemente "integrate" sotto il profilo patrimoniale con l'emittente. In considerazione delle osservazioni presentate nella consultazione, si ritiene tuttavia opportuno limitare l'ambito di applicazione delle disposizioni alle azioni emesse dalle sole società controllate e agli strumenti finanziari ad esse collegati (strumenti che danno diritto di acquisto o vendita, strumenti convertibili, strumenti derivati e strumenti equivalenti alle azioni), al fine di semplificare e di ridurre gli oneri di comunicazione, concentrando l'ambito della rilevazione sulle tipologie di operazioni a maggior valore segnaletico. In particolare, sono previste due fattispecie di azioni emesse da controllate che rientrano nell'ambito di applicazione:
- le azioni quotate emesse da qualunque società controllata, in linea con quanto già previsto nell'attuale Regolamento di Borsa italiana che disciplina la materia;
  - le azioni non quotate emesse da società controllate, nel caso in cui il valore contabile della partecipazione nella società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale della società controllante, come risultante dall'ultimo bilancio approvato.
58. [O] E' stato chiesto, al fine di evitare il rischio che al mercato siano trasmesse informazioni di scarso valore segnaletico o addirittura fuorvianti, di prevedere una soglia di rilevanza al di sotto della quale lasciare agli emittenti la facoltà di pubblicare con cadenza periodica l'elenco di tutte le operazioni intervenute nel periodo, fermo restando per i soggetti obbligati l'obbligo di comunicazione al mercato entro i cinque giorni delle operazioni che superino detta soglia.
59. [C] Stante il limite di cinquemila euro stabilito dall'art. 6, comma 2, della direttiva 2004/74 come soglia al di sotto della quale la comunicazione delle operazioni non è da effettuare, la direttiva non prevede in capo al legislatore nazionale la facoltà di stabilire un'ulteriore soglia di "rilevanza" in relazione alla quale articolare la tempistica della comunicazione al pubblico. Infatti, la direttiva prevede che "gli Stati membri provvedono a consentire il più presto possibile un agevole accesso del pubblico" alle informazioni relative a tutte le operazioni effettuate dalle persone rilevanti comunicate all'autorità.
60. [O] E' stato chiesto, al fine di realizzare un maggiore coordinamento con la disciplina relativa alle partecipazioni rilevanti (art. 120 del Tuf e articoli 117 e seguenti del RE), di stabilire limiti più elevati per la rilevanza delle operazioni poste in essere da azionisti con quote superiori al 10 per cento.
61. [C] La previsione di obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni o altri strumenti finanziari di un emittente quotato per i partecipanti al capitale con quote del 10% e per i controllanti presenta, come già ricordato, punti di contatto con la disciplina dettata dal Tuf e dal RE in tema di partecipazioni rilevanti (la quale prevede obblighi di comunicazione alla società e alla Consob al raggiungimento di soglie predeterminate del capitale sociale di un emittente quotato<sup>(4)</sup>).

Ciò posto si è ritenuto di disciplinare gli obblighi di comunicazione dei partecipanti al 10% e dei controllanti in modo diverso da quelli gravanti sui soggetti contemplati dalle direttive comunitarie in

materia di abusi di mercato (esponenti aziendali, alti dirigenti e soggetti strettamente legati ad entrambi).

Infatti, la previsione dell'obbligo di comunicare tutte le operazioni aventi ad oggetto azioni e strumenti finanziari dell'emittente quotato (o quotando) in capo ai soggetti sopra menzionati è frutto di una scelta del legislatore nazionale e non è, pertanto, soggetto ai vincoli imposti dal legislatore comunitario.

In considerazione di tale circostanza e dell'ampiezza della delega regolamentare contenuta nell'art. 114, comma 7, terzo periodo, del Tuf è stato quindi previsto che le comunicazioni al pubblico e alla Consob delle operazioni predette vengano effettuate con cadenza periodica, entro i primi quindici giorni del mese successivo a quello in cui sono state effettuate. In tal modo, l'informazione tempestiva al mercato sarebbe limitata alle operazioni che comportano il superamento delle soglie previste ex art. 120 del Tuf dalla disciplina sulla trasparenza proprietaria, in linea con quanto avviene in tutti gli altri paesi europei e con quanto previsto dalla nuova direttiva Transparency, mentre sarebbe consentita un'informazione completa ex-post (con un ritardo compreso tra 15 e 45 giorni) su tutte le operazioni realizzate.

Tale opzione non risolve tutti i problemi di coordinamento tra la disciplina dell'*insider dealing* e quella delle partecipazioni rilevanti. Residua infatti l'ipotesi in cui un amministratore o un alto dirigente (o un soggetto ad essi strettamente legato) detenga partecipazioni rilevanti e sia pertanto tenuto anche agli obblighi di comunicazione dettati dall'art. 120 del Tuf e relative disposizioni attuative. In tal caso sarebbero teoricamente applicabili entrambe le normative sopra menzionate, essendo salva l'applicazione della disciplina dell'*insider dealing* in forza del principio di specialità.

L'estensione degli obblighi di comunicazione delle operazioni effettuate dai soggetti controllanti di emittenti quotati si sovrappone anche alla rilevazione delle operazioni effettuate da tali soggetti sui titoli degli emittenti quotati appartenenti al gruppo, già attivate dalla Consob ai sensi dell'art. 87 del RE. Pertanto si è reso necessario modificare anche tali disposizioni limitando l'ambito della rilevazione alle operazioni effettuate sui propri titoli dagli emittenti quotati e dalle loro controllate. Analoghe modifiche sono state introdotte per ciò che attiene agli obblighi di comunicazione alla Consob delle operazioni in questione.

62. [O] E' stato osservato che, in relazione agli obblighi informativi degli azionisti che detengono più del 10% e dei controllanti, il coinvolgimento dell'emittente nella diffusione delle informazioni solo in presenza di un accordo, tra i soggetti obbligati e l'emittente, potrebbe determinare una minore trasparenza per tali operazioni rispetto a quelle effettuate dalle altre persone rilevanti. E' stato chiesto, pertanto, di prevedere per tutte le tipologie di persone rilevanti che la diffusione delle informazioni al pubblico avvenga tramite l'emittente.
63. [C] La previsione di un sistema di pubblicazione tramite l'emittente anche per gli azionisti che detengono più del 10 per cento e controllanti l'emittente, basato però su accordi volontari, è stata formulata tenendo conto dell'attuale sistema di comunicazione di dette informazioni previsto dal regolamento di Borsa Italiana, che vede coinvolto l'emittente nella trasmissione dei dati relativi agli amministratori. Non è apparso invece opportuno attribuire ulteriori oneri anche per le operazioni superiori al 10 per cento salva l'ipotesi di accordi volontari con l'emittente.
64. [O] E' stato chiesto di individuare tra i soggetti rilevanti ai fini degli adempimenti informativi ogni persona che sia "membro degli organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente" così come previsto dalla direttiva 2004/72 e non invece "i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, controllo o direzione", come individuati dall'art. 114, comma 7, del Tuf. Tale intervento è stato motivato al fine di realizzare un più puntuale recepimento della direttiva e non dilatare eccessivamente il novero dei soggetti obbligati.
65. [C] Si ritiene che il modo con il quale la direttiva è stata recepita dal legislatore sia idoneo a disegnare l'area di applicazione delle norme europee in conformità della tipicità del mercato italiano. Tuttavia, al fine di meglio chiarirne l'esatto ambito di applicazione, si è provveduto a riformulare l'art. 152-sexies, lettera c), nel senso di separare i soggetti che sono membri degli organi di amministrazione e controllo da quelli che svolgono propriamente funzioni di direzione.
66. [O] Sono state formulate richieste di chiarimento in relazione:
  - alla dizione "decisioni di gestione" contenuta nell'art. 152-sexies, lettere c.2 e c.3 e, in particolare, se tale dizione alluda ad un potere conferito dalla società ovvero ad un potere esercitato di fatto;
  - alla lettera c.3 chiedendo di specificare se il "soggetto rilevante" sia costituito dagli esponenti aziendali della controllante quotata ovvero della controllata;

- al significato di "controllo", indicato alla lettera c.4 e, in particolare, se trattasi di quello indicato all'art. 93 del Tuf, pertanto, se possano escludersi ipotesi di controllo congiunto;
  - a quale capitale sociale faccia riferimento la norma, chiedendo di indicare se deve essere quello "avente diritto di voto";
  - al concetto di "detenzione" ed in particolare se questa debba essere intesa a titolo di proprietà o anche a titolo di pegno, usufrutto o prestito titoli, laddove questi si accompagnino al diritto di voto.
67. [C] In relazione alle citate richieste di chiarimento non si ritiene necessario introdurre modifiche nella formulazione delle disposizioni proposte per quanto concerne:
- la generica dizione "detengano il potere di adottare decisioni di gestione", visto che appare evidente che si fa riferimento a soggetti in posizione apicale e la stessa dizione evoca un implicito o esplicito conferimento degli stessi poteri da parte degli organi societari a ciò deputati;
  - il "soggetto rilevante" citato nella lettera c.3, dato che appare essere inequivocabilmente costituito dagli esponenti aziendali della controllata tenuto conto che quelli della controllante/emittente quotato sono indicati alla lettera c.2;
  - la definizione di "controllo", in quanto la definizione prevista nell'art. 93 del Tuf è direttamente applicabile per espressa indicazione contenuta nello stesso articolo del Tuf, che richiama tutta la Parte IV della disciplina degli emittenti e quindi anche le materie regolate dall'art. 114 e dai relativi regolamenti di attuazione.
68. [C] E' stata tuttavia condivisa l'esigenza di specificare che il capitale sociale cui fare riferimento nella lettera c.4 è quello rappresentato dalle azioni con diritto di voto, al fine di limitare l'ambito di applicazione ai soggetti che possono contribuire alla formazione della volontà assembleare. Per quanto riguarda il concetto di detenzione delle azioni, si rinvia al successivo punto 70.
69. [O] E' stato chiesto di chiarire se la previsione contenuta nell'art. 152-sexies, lettera c.4 "chiunque altro detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale dell'emittente quotato nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato" sia da intendere riferita alla detenzione soltanto diretta o anche a quella indiretta.
70. [C] Alla nozione di "detenzione" fa riferimento l'art. 114, comma 7, del Tuf, introdotto dalla Legge n. 62/2005 al fine di individuare i soggetti tenuti alle comunicazioni (dovute, fra l'altro, da "*chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale*"). La nozione si inserisce in un sistema normativo, delineato dal Tuf e relativi regolamenti attuativi, in cui i fenomeni partecipativi tengono conto di fattispecie indirette, al fine di garantire l'effettività delle norme che impongono obblighi (di trasparenza e di condotta) in un contesto economico in cui sono diffusi i gruppi societari piramidali (si vedano, ad es., gli artt. 105, 108, 109, 111 e 120 del Tuf). In particolare, nella materia delle partecipazioni rilevanti nel concetto di "*detenzione*" di partecipazioni, cui fa espresso riferimento l'art. 115, comma 2, del Tuf, sono indubbiamente ricompresi fenomeni (quali, ad esempio, la mera spettanza del diritto di voto, ovvero il caso in cui la titolarità delle partecipazioni è in capo ad interposte persone, fiduciari, società controllate, cfr. art. 118 del RE) che consentono un'interpretazione notevolmente estensiva. Di conseguenza, può ragionevolmente affermarsi che il legislatore della novella con il termine "*detenzione*" abbia voluto riferirsi alla stessa nozione già contenuta nel Tuf (e nei relativi regolamenti), trattandosi di un unico sistema normativo, di materie contigue e - sotto il profilo sostanziale - in presenza delle medesime esigenze di prevenzione di fenomeni elusivi.
- L'interpretazione non restrittiva del riferimento alla detenzione contenuto nell'art. 114, comma 7, è supportata dalla circostanza che nella norma citata la fattispecie della detenzione di partecipazioni del 10% è affiancata al controllo, fenomeno che si realizza anche in via indiretta, attraverso società controllate. Una diversa lettura comporterebbe una diversità di trattamento per il partecipante al 10% e per il controllante che non trova giustificazione. Ulteriore elemento, di natura letterale, a favore dell'interpretazione sopra proposta è costituito dall'espresso riferimento, contenuto nell'art. 114, comma 7, alle operazioni effettuate anche per interposta persona da parte di tutti i soggetti tenuti agli obblighi, compresi il controllante ed il partecipante al 10%.
71. [O] E' stato chiesto di chiarire con riferimento alla definizione di "persone strettamente legate ai soggetti rilevanti", ed in particolare al punto d.2) del primo comma dell'art. 152-sexies, se si tratta di società la cui gestione sia integralmente riconducibile al soggetto rilevante, in modo tale da indicare sostanzialmente uno strumento "utilizzato" in forma interposta dal primo. E' stato anche osservato che l'estensione degli obblighi di comunicazione alle persone strettamente legate ad un soggetto rilevante

potrebbe non essere prevista per i soggetti che detengono più del 10 per cento, in quanto tale categoria non è contemplata dalla direttiva.

72. [C] Per quanto riguarda la definizione di cui al punto d.2), si ritiene che la fattispecie in questione rilevi ogni qualvolta risulti la titolarità in capo ad un soggetto rilevante, individualmente o congiuntamente a persone ad esso strettamente legate, della gestione, a prescindere dal formale riconoscimento di una posizione di interposizione; tale ultima figura del resto rileva in ogni caso, per effetto di quanto disposto dall'art. 114, comma 7, che espressamente applica la previsione, in via generale, anche alle operazioni effettuate con l'interposizione di terze persone. Per quanto riguarda l'estensione degli obblighi alle persone strettamente legate ad un soggetto che detiene più del 10 per cento, questa è espressamente richiesta dall'art. 114, comma 7, per le fattispecie di cui alla lettera d.1). Con riferimento alle fattispecie di cui alle lettere da d.2) a d.5), la loro previsione consegue dalla definizione di "chiunque altro detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale dell'emittente quotato" qualora in tale definizione si considerino anche le partecipazioni indirette (vedi punto 70).
73. [O] E' stato chiesto, con riferimento alle "persone strettamente legate ai soggetti rilevanti", di limitare la rilevanza del rapporto di parentela solo ai casi di convivenza protratta per almeno un anno come indicato nella direttiva 2004/72, e di prevedere nel caso dei *trust* la comunicazione, oltre che del nome di chi ha effettuato l'operazione, anche di quello del beneficiario; taluni hanno chiesto di definire il concetto di *trust* indicando come devono essere considerate le società fiduciarie.
74. [C] Si condivide la proposta di limitare l'obbligo soltanto ai casi di convivenza protratta per più di un anno. Per quanto riguarda la richiesta dell'indicazione del beneficiario nel caso di operazioni realizzate tramite un *trust*, questa appare già soddisfatta in quanto nel modello di comunicazione è espressamente previsto che sia il soggetto rilevante a effettuare la segnalazione indicando nel quadro relativo al soggetto che ha effettuato l'operazione la natura del rapporto di tale soggetto (quindi anche dei *trust*) con il soggetto rilevante.

c) Art. 152-septies RE

75. [O] E' stata sollevata una problematica in relazione a quanto richiesto dalla direttiva 2004/72/CE (art. 6, par. 1) in base alla quale gli obblighi di comunicazione dell'*internal dealing* sono estesi agli emittenti non aventi sede in un paese comunitario ma tenuti a depositare in Italia le informazioni annuali relative alle azioni ai sensi dell'art. 10 della direttiva 2003/71/CE. Al riguardo, è stato chiesto di limitare l'ambito di applicazione ai soli emittenti non comunitari le cui "azioni" sono già ammesse a negoziazione in un mercato regolamentato italiano, con esclusione, pertanto, di società che abbiano quotati strumenti finanziari diversi dalle azioni.
76. [C] Si ritiene che la formulazione usata, peraltro riprodotta testualmente dalla direttiva, indichi chiaramente che la disciplina in esame si applica alle sole società non comunitarie emittenti "azioni"; ciò risulta dal fatto che la stessa disposizione richiama le società tenute a depositare in Italia le informazioni annuali **relative alle azioni** ai sensi dell'art. 10 della direttiva 2003/71/CE.
77. [O] Con riferimento all'art. 152-septies, comma 2, è stata auspicata l'esclusione, dall'ambito delle operazioni di riferimento, di quelle compiute tra le persone rilevanti e tra queste ultime e quelle strettamente legate perché prive di interesse per gli investitori.
78. [C] E' stato condiviso in parte il suggerimento sull'irrilevanza delle indicate informazioni e propriamente nel caso di operazioni effettuate tra i soggetti rilevanti e le persone strettamente legate a ciascuno dei predetti soggetti rilevanti; è stato modificato di conseguenza il testo della disposizione. E' stato invece ritenuto opportuno mantenere l'obbligo di comunicazione per operazioni tra diversi soggetti rilevanti.
79. [O] In relazione alle operazioni da comunicare individuate dal comma 2, dell'art. 152-septies, è stato chiesto di chiarire se rientrino tra queste le operazioni di prestito titoli, pegno, usufrutto e quelle di assegnazioni di opzioni per la sottoscrizione di azioni.
80. [C] Appare chiaro che le citate operazioni sono escluse dal novero di quelle indicate nella disposizione citata che espressamente individua le operazioni di acquisto, vendita, sottoscrizione o scambio di azioni, o strumenti finanziari collegati alle azioni.
81. [O] Sempre con riferimento all'ambito di applicazione definito dall'art. 152-septies è stato suggerito di precisare se occorre comunicare anche le operazioni su azioni emesse da una società italiana e quotate in un mercato regolamentato comunitario effettuate su un mercato extracomunitario.

82. [C] Non occorre una modifica delle disposizioni considerato che è evidente che tali operazioni sono oggetto di comunicazione, non risultando limitato in alcun modo, né dall'art. 114, comma 7, del Tuf né dalle disposizioni regolamentari, l'ambito territoriale in cui le operazioni siano eseguite.

*d) Art. 152-octies RE*

83. [O] E' stato chiesto nel caso previsto dall'art. 152-octies, comma 6, di invio entro cinque giorni alla Consob delle informazioni da parte dell'emittente per conto dei soggetti rilevanti, di prevedere che questi ultimi inviino le stesse informazioni all'emittente entro quattro giorni; altri hanno chiesto di specificare che il termine decorre a partire dalla esecuzione dell'operazione, intendendosi espressamente esclusa la fase di liquidazione.
84. [C] La prima proposta non è stata accolta in quanto, considerato che l'invio da parte dell'emittente potrebbe avvenire soltanto sulla base di un apposito accordo con i soggetti rilevanti, è proprio nell'ambito di tale accordo che dovrà stabilirsi il congruo limite di tempo per l'invio delle informazioni alla società affinché questa possa adempiere a quanto stabilito; per la seconda questione non sembrano sussistere dubbi sul fatto che per "effettuazione dell'operazione" è da intendere il momento dell'avvenuto abbinamento dell'ordine con proposte contrarie e non quello della liquidazione dell'operazione.
85. [O] Con riferimento all'art. 152-octies, comma 8, è stato suggerito di verificare la possibilità di stabilire, anche per le società controllate che rientrino nei parametri di significatività stabiliti dalla disciplina, una procedura diretta ad identificare "tra i propri dirigenti" i soggetti tenuti all'osservanza degli obblighi di comunicazione, come previsto per l'individuazione dei principali dirigenti delle società emittenti di riferimento.
86. [C] E' stato condiviso il suggerimento espresso e pertanto si è ritenuto opportuno stabilire anche per le società controllate l'obbligo di provvedere all'individuazione dei dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future della società di cui fanno parte.
87. [O] E' stato suggerito di prevedere l'invio delle informazioni soltanto alla Consob e alla società di gestione del mercato e non alle agenzie di stampa al fine di non rendere eccessivamente oneroso l'adempimento degli obblighi in parola.
88. [C] Al riguardo si ritiene che un'efficace informazione del pubblico non possa prescindere dall'utilizzo dei media che provvedono alla necessaria diffusione delle notizie presso il pubblico. Il rinvio all'art. 66 del RE stabilisce, pertanto, l'obbligo di utilizzare, tra l'altro, le agenzie di stampa quale modalità di pubblicazione delle informazioni. Appare opportuno precisare che anche per effetto della previsione contenuta nell'art. 67 del RE gli emittenti dovranno in ogni caso utilizzare le modalità diverse stabilite dalla società di gestione del mercato (quale il sistema di trasmissione elettronica dei comunicati denominato NIS previsto da Borsa Italiana s.p.a.).
89. [O] E' stato chiesto di chiarire se le SGR sono tenute a comunicare le operazioni aventi ad oggetto le quote dei propri fondi di pertinenza.
90. [C] E' stata condivisa l'opportunità di indicare chiaramente nell'art. 103 del RE che, in relazione alle SGR, l'obbligo di comunicazione è da considerare "con riferimento alle quote quotate di ciascun fondo"; inoltre il testo dell'art. 103 è stato riformulato rispetto a quello sottoposto alla consultazione, eliminando il riferimento all'art. 115-bis del Tuf, in quanto si è ritenuto sufficiente il rinvio al Titolo VII, Capo I per i fondi chiusi.

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

*a) Questioni generali*

91. [O] E' stata suggerita l'opportunità di trasporre a livello nazionale le disposizioni di secondo livello non attraverso meri rinvii, ma esplicitando il contenuto precettivo delle disposizioni richiamate nei regolamenti di attuazione del Tuf, così da rendere il quadro normativo di immediata percezione. Ciò anche al fine di poter meglio chiarire se comportamenti di acquisti di azioni proprie, che per prassi operativa consolidata vengono effettuati come sostegno della liquidità, possano rientrare o meno nella *safe harbour*. Taluni hanno anche chiesto di interpretare alcune nuove disposizioni del RM inerenti alla materia in esame.
92. [C] Si rileva che non è stato ritenuto appropriato trasporre le disposizioni del regolamento comunitario CE n. 2273/2003 nella disciplina di attuazione del Tuf in quanto il predetto regolamento è immediatamente e direttamente applicabile nei paesi membri. Per quanto concerne la prassi operativa

indicata dai consultati, si rappresenta che tale ipotesi non rientra nella sfera di applicazione della *safe harbour*, ma potrebbe costituire oggetto di esame ai fini del riconoscimento delle "prassi di mercato ammesse" previsto dall'art. 180, comma 1, lettera c), del Tuf e delle norme di attuazione oggetto di corrente approvazione. In relazione all'interpretazione delle disposizioni del regolamento comunitario si fa, invece, riserva di fornire risposta con riferimento a specifici casi segnalati dagli interessati ovvero attraverso apposita comunicazione generale che potrà tenere conto anche delle valutazioni emerse in ambito comunitario.

*b) Art. 15 RE*

93. [O] In relazione all'attività di stabilizzazione in pendenza di sollecitazione, è stato chiesto di eliminare il comma 3 dell'art. 15 in quanto, da un lato, richiederebbe una comunicazione di informazioni non prevista dal regolamento comunitario n. 2273/2003/CE e, dell'altro, riguarderebbe fattispecie non facilmente identificabili come operazioni di stabilizzazione al di fuori della *safe harbour*; sul punto è stata anche contestata la legittimità della citata previsione quale attuazione dell'art. 95, comma 2, del Tuf in quanto tale norma consentirebbe di regolare i comportamenti tenuti nel corso della sollecitazione mentre, di fatto, l'attività di stabilizzazione avrebbe inizio quando termina la fase di adesione e quindi dopo la conclusione dell'effettiva sollecitazione.
94. [C] Come già precisato nel documento di consultazione l'obbligo di comunicazione delle operazioni di stabilizzazione, previsto dall'art. 15, comma 3, anche per le ipotesi diverse da quelle in cui si applica la *safe harbour*, trova fondamento nell'eventualità che, nel caso in cui i soggetti interessati scelgano di non beneficiare della predetta deroga ai divieti, si possa determinare una situazione di opacità per il mercato in relazione a tale attività. Non sembrano sussistere, inoltre, dubbi sulla tipologia delle operazioni soggette all'obbligo di comunicazione ai sensi del citato comma 3. Le operazioni di acquisto, infatti, sono quelle richiamate nel comma 1, che, rinviando al regolamento comunitario, realizza una precisa coincidenza tra l'ambito di applicazione della disciplina regolamentare Consob (comma 3) e quello comunitario; le operazioni di vendita sono, invece, quelle indicate puntualmente nel comma 2. Si precisa di nuovo, infine, che la disposizione contenuta nel citato comma 3 dà attuazione all'art. 95, comma 2, del Tuf che attribuisce alla Consob il potere di stabilire norme di correttezza per i partecipanti alla sollecitazione. E' da ritenere che tali norme possano, con ragionevolezza, ben prevedere obblighi di trasparenza anche nel periodo successivo a quello valido per l'adesione, momento in cui l'eventuale stabilizzazione posta in essere è pacificamente qualificabile come un'attività ancillare alla sollecitazione, in particolare quando tale attività sia effettuata nel periodo di valenza dell'opzione *greenshoe*.

## **5. Correttezza e trasparenza delle ricerche**

*a) Questioni generali*

95. [O] E' stato chiesto di chiarire l'ambito di applicazione della disciplina in esame rispetto agli intermediari esteri e agli strumenti finanziari quotati in Italia e in un altro paese comunitario.
96. [C] In relazione all'ambito di applicazione di tali disposizioni si evidenzia che le previsioni generali contenute nell'art. 114, comma 8, riguardano tutti i soggetti, sia italiani sia esteri, che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti strumenti finanziari indicati nell'articolo 180, comma 1, lettera a), del Tuf. Tale disposizione richiama gli strumenti finanziari indicati nell'art. 1, comma 2, del Tuf, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea. Al riguardo appare opportuno rilevare che, in ossequio all'art. 10 della direttiva di livello 1, nella sostanza gli stati membri hanno competenza in relazione a: *i)* ogni ricerca prodotta o diffusa nel proprio territorio concernente strumenti finanziari o emittenti ammessi a quotazione in uno degli stati membri, *ii)* ogni ricerca prodotta o diffusa in un altro stato membro concernente strumenti finanziari o emittenti ammessi a quotazione nel proprio territorio.

Ai sensi delle disposizioni regolamentari taluni più penetranti obblighi relativi alla correttezza e alla comunicazione al pubblico di conflitti di interesse si applicano, tra l'altro, alle ricerche prodotte o diffuse da "soggetti abilitati" nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi. Al riguardo si rileva che la definizione di soggetti abilitati (cfr. art. 1, comma 1, lettera r, del Tuf) comprende le SIM e le imprese di investimento comunitarie ed extra-comunitarie autorizzate a svolgere servizi di investimento, le SGR e le società di gestione armonizzate e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento. Gli obblighi di pubblicazione delle raccomandazioni previsti dal comma 9, lettera b), dell'art. 114 del Tuf e dell'art. 69-*novies* del RE si applicano soltanto nel caso in cui le stesse raccomandazioni siano prodotte o diffuse da soggetti abilitati o da emittenti quotati. In considerazione del fatto che tali adempimenti non sono previsti in attuazione della normativa comunitaria, costituisce condizione necessaria per la applicabilità della disciplina in questione la circostanza che le raccomandazioni siano destinate al pubblico in Italia.

[C] Si è ritenuto in ogni caso opportuno specificare che gli strumenti finanziari oggetto delle ricerche rilevanti per la disciplina in esame sono quelli indicati nell'art. 180, comma 1, lettera a), del Tuf e pertanto quelli ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea.

b) Art. 65 RE

97. [O] In relazione alle definizioni contenute nell'art. 65 del RE è stato suggerito, anche per effetto di una "circolarità" che si creerebbe in relazione al termine "raccomandazione", di riformulare sia i termini di riferimento sia il loro significato, al fine di un migliore coordinamento con la prassi operativa, chiarendo che per ricerca debbano intendersi gli "studi" e le "analisi finanziarie" e per raccomandazione un "giudizio sintetico" che riassume il risultato di uno studio o di una analisi, e introducendo, possibilmente, i concetti di analista *buy-side* e *sell-side*. E' stato, d'altro canto, chiesto di specificare se rientrano o meno nella definizione di "raccomandazione": i) talune pratiche "commerciali", legate alla produzione di c.d. *sales literature*, anche nella forma di informazioni verbali o brevi messaggi, relative all'usuale attività dell'analista finanziario che possono costituire il supporto per attività di consulenza connesso al rapporto di negoziazione richiesto dal cliente, nonché ii) documenti di "*asset allocation*" o studi di settore. In tale ambito è stato suggerito comunque di riprendere quanto riportato nel Considerando 3 della Direttiva n. 2003/125/CE, che chiarisce esplicitamente che i consigli di investimento per mezzo di raccomandazioni personali, le quali è improbabile vengano rese pubbliche, fornite ai clienti in merito ad una o a più operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari (in particolare raccomandazioni informali in materia di investimenti a breve termine provenienti dagli uffici vendite o commerciali delle imprese di investimento o degli enti creditizi) non devono essere considerati raccomandazioni ai sensi della direttiva. E' stato anche chiesto di qualificare come "finanziari" gli analisti richiamati nella disposizione in esame al fine di individuare con più precisione la categoria professionale di riferimento.
98. [C] Come definito nell'art. 65 del RE, rientrano nella definizione di "raccomandazione" le ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito ad uno o a più strumenti finanziari ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti. Tale illustrazione, riprodotta testualmente dalla direttiva di livello 2, appare ragionevolmente adeguata al fine di individuare l'universo delle attività di ricerca e analisi idonee a fondare decisioni di investimento dei soggetti cui sono destinate. La circolarità che risulterebbe in relazione a tale voce, del resto, è solo apparente; infatti, le "ricerche o altre informazioni" sono indicate come lo strumento per formulare "raccomandazioni" al solo fine di specificare, nell'ambito del sistema regolamentare, due gruppi di soggetti in relazione ai quali sono da applicare obblighi parzialmente diversi a seconda che le raccomandazioni in parola siano "dirette" o "indirette". Non è apparso opportuno, inoltre, stabilire nel regolamento una più dettagliata indicazione della tipologia dei documenti rilevanti ai fini della disciplina in esame a motivo delle numerosissime ed eterogenee forme in cui si manifestano nella prassi fattispecie che ricadono nella citata definizione di raccomandazione. Tale sforzo potrebbe peraltro trovare collocazione nell'ambito di un'apposita comunicazione interpretativa che tenga conto anche delle esperienze comunitarie maturate in relazione all'argomento in esame. Per quanto riguarda in particolare i documenti di *asset allocation* e gli studi di settore, la loro eterogeneità rende difficile definire *ex-ante* la loro configurabilità come raccomandazioni. E' pertanto responsabilità dei soggetti che li producono o li diffondono valutare se essi contengano elementi tali da consentire scelte d'investimento riferibili, direttamente o indirettamente, a determinati strumenti finanziari o emittenti, nel qual caso devono essere considerati raccomandazioni.
99. [C] E' stata, invece, condivisa la proposta di prevedere esplicitamente, nell'ambito delle definizioni, l'indicazione contenuta nel Considerando 3 della direttiva n. 2003/125/CE che esclude dall'area delle raccomandazioni quelle caratterizzate da un taglio personalizzato e da improbabilità di pubblicazione; tale integrazione appare poter offrire un sufficiente contributo per la valutazione della rilevanza, ai fini della disciplina in esame, di gran parte delle citate produzioni c.d. *sales literature*. E' apparso appropriato qualificare come "finanziari" gli analisti richiamati nella parte di regolamento in esame, al fine di individuare con più precisione la categoria professionale di riferimento.
100. [O] E' stato chiesto di chiarire il significato di "un gran numero di persone" utilizzato per indicare le informazioni che è probabile che vengano rese pubbliche.
101. [C] La definizione di raccomandazione "a cui ha accesso un gran numero di persone" come criterio per identificare l'ambito di applicazione della disciplina è tratta dalla Direttiva di secondo livello. Al riguardo non appare possibile specificare in via astratta un preciso numero di persone idoneo a determinare la conoscenza "pubblica" delle ricerche in considerazione del fatto che tale idoneità varia in relazione a diverse circostanze quali, in primo luogo, la personalizzazione dell'analisi, la modalità di trasmissione, il livello di interesse del mercato, ecc. E' pertanto responsabilità dei soggetti che producono o diffondono raccomandazioni individuare quelle che, in base all'applicazione dei parametri ritenuti più opportuni, tra cui quelli sopra indicati a titolo esemplificativo, è probabile che vengano rese

pubbliche.

c) Art. 69 RE

102. [O] Con riferimento all'art. 69 comma 1, è stato chiesto di chiarire il significato del termine "funzione" utilizzato con riferimento al soggetto che ha preparato la raccomandazione e di fornire una definizione di "soggetti pertinenti diversi dai soggetti abilitati".

103. [C] Non è stato ritenuto opportuno fornire ulteriori specificazioni risultando sufficientemente chiaro che per "funzione" sia da intendere il ruolo ricoperto dall'autore nell'ambito del soggetto pertinente ovvero la qualifica dell'autore se questo coincide con il soggetto pertinente. I "soggetti pertinenti diversi dai soggetti abilitati" sono da intendersi tutti i soggetti che non rientrano nella definizione di soggetto abilitato di cui all'art. 1, comma 1, lettera r), del Tuf ma che comunque producono o diffondono raccomandazioni nell'esercizio della propria professione o attività.

d) Art. 69-bis RE

104. [O] E' stato rappresentato che le previsioni contenute nell'art. 69-bis, relative alle condizioni generali per la corretta presentazione delle raccomandazioni, appaiono lasciare eccessivi margini di incertezza operativa, in particolare con riferimento all'attendibilità delle fonti, alle raccomandazioni prodotte in forma non scritta e al carattere ragionevole delle analisi, e pertanto occorrerebbe meglio circostanziare i contorni di tali obblighi, introducendo dei criteri oggettivi di riferimento.

105. [C] La disciplina in materia di ricerche relativa alla correttezza e alla trasparenza dei conflitti di interesse, salvo poche eccezioni dovute a imprescindibili esigenze di coordinamento sistematico delle norme, riproduce pressoché integralmente le previsioni contenute nella relativa direttiva comunitaria di livello 2; tale direttiva, sebbene molto articolata, enuncia anche numerosi principi di carattere generale; la scelta di non discostarsi dalla direttiva, oltre che rispondere all'esigenza di mantenere una massima armonizzazione con gli altri mercati comunitari, trova fondamento nella convinzione che l'attività di produzione delle ricerche si fondi su una prassi consolidata, frutto dell'attività di soggetti caratterizzati da elevata professionalità, che si presta con difficoltà ad essere oggetto di regolazione nei minimi dettagli. Nello specifico sembra che le caratteristiche proprie dell'attendibilità delle fonti e della ragionevolezza delle valutazioni non possono essere oggetto di esemplificazione ovvero di inclusione in modelli predeterminati, ma debbano invece essere valutate avendo riguardo a ciò che generalmente viene riconosciuto "adeguato" nella prassi operativa. Si ribadisce comunque che l'attendibilità delle fonti si riferisce principalmente alla verifica della provenienza delle informazioni utilizzate e al loro grado di ufficialità, mentre la ragionevolezza delle raccomandazioni deve poter essere dimostrata, su richiesta della Consob, in base all'adozione di adeguate misure procedurali e organizzative relative al processo di produzione delle raccomandazioni. Per quanto concerne le raccomandazioni in forma non scritta, le specifiche disposizioni previste hanno la finalità di rendere adatte a tale tipologia di raccomandazioni gli obblighi applicabili a quelle scritte, tenuto conto della diversa modalità di trasmissione delle informazioni; ad esempio potrebbe risultare non rispettosa del principio di corretta informazione una veloce e sproporzionata elencazione di "avvertenze" che a causa della loro sostanziale incomprendibilità facciano decettivamente convergere l'attenzione dell'ascoltatore soltanto sulla indicazione di comprare o vendere un particolare strumento finanziario. Si ritiene inoltre che la dizione "raccomandazioni in forma non scritta" evochi in modo non equivoco le raccomandazioni diverse da quelle contenute in un documento cartaceo o elettronico e, per tale motivo, non idonee al "mantenimento" delle informazioni.

e) Art. 69-ter RE

106. [O] In relazione all'art. 69-ter è stato chiesto, in particolare per la lettera a), di chiarire la rilevanza della "modifica" a seguito dell'invio all'emittente, che determina l'obbligo di menzionare nella raccomandazione la circostanza dell'avvenuto invio. Taluni hanno anche suggerito di eliminare, tra gli obblighi ulteriori relativi alla corretta presentazione delle raccomandazioni, quello dell'indicazione dell'ora di riferimento dei prezzi degli strumenti finanziari citati nella ricerca, posto che, nella prassi, si sarebbe soliti indicare il solo prezzo di riferimento dello strumento finanziario o comunque quello di altre fasi della seduta di negoziazione. E' stata, inoltre, fatta rilevare la difficoltà di inserire nelle "morning notes" la circostanza che queste differiscano dalle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi, chiedendo di prevedere la possibilità di inserire un apposito *link* ad un sito internet dove reperire tale informazione.

107. [C] Non appare necessario riformulare la disposizione in esame atteso che:

- la modifica, riferendosi alla raccomandazione nel complesso e non a singoli elementi o parti, deve essere evidentemente di rilevanza tale da modificare il significato dell'informazione fornita e quindi idonea ad alterare le aspettative degli investitori che basano le loro scelte di investimento anche sulla raccomandazione in questione;

- la mera indicazione della fase di chiusura ovvero di apertura del mercato si ritiene possa essere considerata come implicita indicazione dell'orario di rilevazione del prezzo e pertanto conforme alla previsione regolamentare; resta fermo che in altri casi è da ritenere comunque necessaria l'esatta individuazione dell'orario di riferimento al fine di evitare possibili fraintendimenti;

- il caso in cui una "morning note" differisca da una precedente raccomandazione appare di elevata significatività ai fini della disciplina in esame; al riguardo appare indubbia la necessità di evidenziare tale circostanza al fine della corretta informazione dei destinatari dell'informazione. Tra l'altro la direttiva di secondo livello non comprende questa informazione tra quelle per le quali è possibile rinviare ad apposito sito internet.

*f) Art. 69-quinquies RE*

108. [O] In relazione all'art. 69-quinquies, comma 1, lettera b), che disciplina gli ulteriori obblighi relativi alla comunicazione al pubblico di interessi o di conflitti di interesse, è stato suggerito di fornire più dettagliate indicazioni in ordine a quali siano gli "altri interessi rilevanti" e di consentire la possibilità, a giudizio del soggetto obbligato, di segnalare la detenzione di partecipazioni anche per quote inferiori alla percentuale del 2% al fine di armonizzare almeno parzialmente le procedure di quei soggetti che, operando su un piano internazionale, siano costretti ad attenersi a normative più rigorose.
109. [C] Per quanto concerne l'intera parte relativa alla disciplina della correttezza e trasparenza dei conflitti di interesse riferite alle ricerche si è ritenuto opportuno riprodurre fedelmente il testo della direttiva di livello 2; tale scelta, come già detto, è sembrata la migliore possibile al fine di non creare possibili differenziazioni di disciplina, rispetto agli altri paesi comunitari, tali da poter risultare contrarie all'interesse degli operatori nazionali. Ulteriori precisazioni sul punto potranno essere fornite tramite successive comunicazioni interpretative delineate anche sulla base dell'evoluzione della prassi europea. In relazione alla questione relativa alla detenzione di partecipazioni si ritiene che la dizione "almeno quando" inserita nella prima parte della lettera a), comma 1, art. 69-quinquies risulti sufficientemente chiara nel senso di indicare la possibilità di fornire informazioni secondo criteri più rigorosi.
110. [O] In relazione al comma 2 dell'art. 69-quinquies è stato chiesto di estendere la comunicazione delle procedure, poste in essere per prevenire ed evitare conflitti di interesse nonché per mantenere indipendenza ed obiettività, a tutti i soggetti pertinenti e non soltanto ai soggetti abilitati.
111. [C] La scelta seguita è stata quella di riprodurre la differenziazione, operata nella direttiva di livello 2, tra principi generali applicabili a tutti i soggetti pertinenti e obblighi più rigorosi per i soggetti qualificati. Appare opportuno mantenere tale impostazione al fine di calibrare efficacemente gli adempimenti in funzione del potenziale rischio per il mercato connesso con i diversi soggetti pertinenti; tale rischio appare proporzionale alle aspettative di affidabilità che tali soggetti ingenerano nei confronti degli investitori.

*g) Art. 69-octies RE*

112. [O] Con riferimento alle norme di autoregolamentazione dei giornalisti e, in particolare, alla possibilità attribuita alla Consob di richiedere integrazioni e modifiche alle predette norme predisposte dal Consiglio Nazionale degli Ordini dei Giornalisti, è stato chiesto di precisare che l'ambito ricadente sotto la citata potestà di verifica è soltanto quello attinente alla disciplina delle raccomandazioni, come individuato dal comma 1 dell'art. 69-octies. E' stato anche segnalato un possibile effetto distorsivo scaturente da una lettura combinata dei commi 3 e 5 dello stesso articolo, nella misura in cui il richiamo al comma 1, posto nel comma 5, possa far ritenere sussistente un potere in capo alla Consob di valutazione preventiva delle regole stabilite nel codice di autodisciplina, potere che si atterrebbe come una sorta di veto, o meglio, di clausola di gradimento. Tale interpretazione non si concilierebbe con l'autonomia che l'Ordine dei giornalisti mantiene nel delineare il corretto esercizio della professione. A tale riguardo è stato pertanto suggerito di ridefinire il ruolo della Consob come facoltà di proporre modifiche o integrazioni al codice deontologico.
113. [C] Si deve preliminarmente rilevare che la valutazione preventiva della Consob tanto sulle originarie disposizioni del codice di autodisciplina quanto sulle relative modifiche non ha alcuna valenza di veto o gradimento e, tanto meno, funzione di indirizzo nei confronti dell'attività di chi pone in essere tali norme. La valutazione attiene al mero accertamento dell'equivalenza delle disposizioni contenute nel codice con quelle stabilite dalla direttiva europea. Tali disposizioni manterrebbero comunque la loro validità anche nel caso in cui dovesse esserne riconosciuta l'inadeguatezza ai fini della citata equivalenza. L'effetto conseguente sarebbe soltanto quello di determinare una valutazione dei comportamenti dei giornalisti secondo le regole generali fissate al riguardo. Sul punto, comunque, è stata condivisa la proposta di riformulare la previsione contenuta nel comma 3 al fine di chiarire, da un

lato, che l'ambito del codice oggetto di valutazione è soltanto quello concernente la disciplina delle raccomandazioni e, dall'altro, che la richiesta di integrazione e modifiche al codice non è vincolante. Le disposizioni in parola sono state pertanto coerentemente modificate.

*h) Art. 69-novies RE*

114. [O] In relazione all'art. 69-novies è stato chiesto di specificare nel comma 1, punto a), che l'ordine, i tempi e i canali devono essere prestabiliti da parte dei "soggetti abilitati".
115. [C] Al fine di evitare possibili equivoci è stato ritenuto opportuno rendere più chiaro il riferimento in questione specificando che le citate caratteristiche devono essere stabilite "da parte dei predetti soggetti".
116. [O] In relazione all'obbligo di pubblicazione delle raccomandazioni per *lead-manager* e *co-lead-manager* di offerte pubbliche o istituzionali, contenuto nel comma 2, è stato chiesto di non prevedere obblighi di pubblicità per tali figure. E' stato fatto osservare che tale adempimento potrebbe creare: *i)* un disallineamento competitivo tra gli intermediari italiani, che generalmente assumono il ruolo di *sponsor* e di *lead-manager* delle offerte riservate al pubblico, e gli intermediari esteri, che di solito svolgono il ruolo di *lead-manager* delle offerte istituzionali, nonché *ii)* possibili problematiche in relazione all'eventualità che la pubblicazione entro i 60 giorni si verifichi, per coincidenze varie, prima della conclusione di un'offerta. E' stato, inoltre, chiesto di specificare il significato delle figure di *lead-manager* e *co-lead-manager* di una offerta pubblica o collocamento istituzionale di cui all'art. 69-novies.
117. [C] La previsione in esame non appare presentare potenziali rischi di disallineamento competitivo in quanto l'obbligo di pubblicazione si applica anche in caso di collocamento a investitori istituzionali; la possibilità che la pubblicazione delle raccomandazioni avvenga prima della conclusione dell'offerta appare, inoltre, costituire un'eventualità del tutto eccezionale se si considera che tale previsione è applicabile a partire dal momento in cui inizia lo svolgimento dello specifico incarico (*cf.* punti successivi). Si rappresenta che non si è ritenuto opportuno integrare o modificare le parole *lead-manager* e *co-lead-manager*, contenute nella disposizione, sebbene in lingua inglese, in quanto tali termini, oltre ad essere indicati nella versione italiana della direttiva di secondo livello, vengono correntemente utilizzati nella prassi, anche nazionale, al fine di indicare i soggetti che, singolarmente o congiuntamente, svolgono attività di direzione e coordinamento di offerte pubbliche o di offerte a investitori istituzionali. Pertanto appare chiaro che la disposizione in questione non si applica agli altri aderenti al consorzio di collocamento diversi da quelli che svolgono le citate attività.
118. [O] E' stato inoltre chiesto di chiarire in relazione al comma 3 se, ai fini della possibilità di ritardare per 60 giorni la diffusione delle ricerche "destinate ai soli clienti", possano essere inclusi nell'area dei citati clienti anche i potenziali acquirenti che non necessariamente abbiano già avuto relazioni di affari con l'intermediario e se sono da considerare tali anche i c.d. "*prospective buyers*" che ricevono le raccomandazioni da parte dei *lead-manager* e *co-lead manager* di una offerta pubblica o collocamento istituzionale; è stato anche suggerito di sostituire la parola clienti con "tutti i soggetti autorizzati a ricevere lo studio da parte di chi lo ha prodotto".
119. [C] In relazione a tali questioni al fine di chiarire che il termine "cliente" è da riferire ai soggetti che ricevono la ricerca sulla base di un rapporto commerciale, esistente o potenziale, è stato modificato il comma 3 dell'art. 69-novies per specificare che il ritardo nella pubblicazione delle ricerche è possibile nel caso in cui queste "*siano trasmesse a terzi sulla base di un rapporto commerciale esistente o in via di instaurazione*". Peraltro si rileva che, da un lato, la configurabilità della qualità di "cliente" non può essere definita in via astratta, mediante la enumerazione delle varie circostanze, ma deve essere valutata dal soggetto abilitato in relazione agli specifici casi e, dall'altro, che le ricerche che assumono una forma personalizzata, anche nei confronti dei c.d. "*prospective buyers*", esulano dall'ambito di applicazione della disciplina in esame.
120. [O] E' stato suggerito di chiarire se il *dies a quo* per gli obblighi di pubblicazione decorra dall'assunzione dello specifico incarico ovvero dal momento in cui questo sia stato reso pubblico, ad esempio tramite informativa dell'emittente/offerdente o il lancio dell'operazione.
121. [C] Al fine di realizzare un giusto equilibrio tra l'interesse dei soggetti intermediari obbligati e quello di trasparenza del mercato si ritiene che il giorno dal quale far decorre l'obbligo di pubblicazione delle ricerche sia da individuare in quello di inizio di svolgimento dell'attività oggetto dell'incarico. Onde evitare possibili equivoche interpretazioni è stato pertanto ritenuto opportuno apportare una modifica all'art. 69-novies, comma 4, sostituendo le parole "a partire dal momento dell'assunzione dello specifico incarico" con quelle più consone: "a partire dal momento dell'inizio dello svolgimento dello specifico incarico".
122. [O] E' stato chiesto di chiarire se tutta la disciplina in tema di ricerche e raccomandazioni si applichi o meno agli emittenti strumenti finanziari diffusi, considerato che l'art. 116, comma 1, del Tuf,

stabilisce che a tali emittenti si applica la disciplina inerente alle ricerche in quanto non esplicitamente esclusa.

123. [C] La nuova disciplina sulle ricerche si applica, oltre che agli strumenti finanziari quotati, a quelli per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni. Al momento è da ritenere che non sia necessario estendere l'applicazione di tali previsioni anche agli emittenti strumenti finanziari diffusi; ciò in linea di continuità con la disciplina previgente e stante la marginalità del fenomeno di produzione di ricerca su tali ultimi emittenti. E' stato pertanto ritenuto opportuno chiarire l'ambito di applicazione della disciplina mediante la modifica delle definizioni contenute nell'art. 65 del RE. Un'equivalente modifica è stata apportata alla definizione di "valutazione del merito di credito" contenuta nell'art. 65, comma 3, lettera c), al fine di limitarne l'applicazione ai soli strumenti finanziari quotati o per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni.

*i) Art. 69-decies RE*

124. [O] E' stato chiesto di inserire nel RE una norma che disciplini in modo chiaro i rapporti tra emittente e agenzie di *rating*, in particolare per quanto concerne: *i)* la possibilità di comunicazione a tali agenzie di informazioni privilegiate, previa sottoscrizione di una clausola di riservatezza; *ii)* l'eventuale sussistenza di obblighi per le stesse agenzie di rendere di pubblico dominio, all'atto della pubblicazione del *rating*, le informazioni privilegiate ricevute dagli emittenti sotto clausola di riservatezza considerato che, in taluni casi, le informazioni trasmesse alle agenzie di *rating* sono strettamente riservate e pertanto non diffondibili al mercato (ad esempio i rapporti creditizi delle banche quotate con i propri clienti). E' stato altresì chiesto, con riferimento al punto *i)*, di indicare espressamente, nella relazione di commento e accompagnamento alla nuova regolamentazione, l'esistenza di tale possibilità e di precisi obblighi di riservatezza in relazione a tali informazioni.

125. [C] La questioni rappresentate ai punti *i)* e *ii)* non rientrano tra le materie per le quali è prevista una disciplina regolamentare di attuazione. L'argomento è trattato in via generale dal Tuf che ai sensi dell'art. 114, comma 4, implicitamente consente la trasmissione di informazioni privilegiate a terzi qualora questi ultimi siano soggetti ad obblighi di riservatezza legale, regolamentare, statutaria o contrattuale, stabilendo un connesso dovere per gli emittenti di comunicare al pubblico tali informazioni nel caso in cui venga meno la citata riservatezza. Precisazioni sul punto potranno essere oggetto di successive comunicazioni interpretative che delinearono in maniera più specifica le relazioni tra agenzie di *rating* ed emittenti, con riferimento alla trasmissione e all'utilizzo di informazioni privilegiate, sulla base di quanto previsto dalla Direttiva sugli abusi di mercato e da documenti predisposti e pubblicati da organizzazioni internazionali quali la IOSCO e il CESR, che fanno espresso riferimento alla possibilità, per le agenzie di *rating*, di utilizzare anche informazioni privilegiate.

126. [O] E' stato domandato di operare una chiara distinzione, nel RE, tra le valutazioni del merito di credito, da un lato, e le raccomandazioni d'investimento, dall'altro, e di indicare espressamente, nella relazione di commento e accompagnamento alla nuova regolamentazione, che le valutazioni del merito di credito, per loro stessa natura, non raccomandano né inducono decisioni di investimento.

127. [C] All'interno del RE, nella nuova formulazione proposta, è stata operata una chiara distinzione tra le due fattispecie, prevedendo, all'art. 65, distinte definizioni rispettivamente per le "raccomandazioni" e per le "valutazioni del merito di credito"; inoltre, le relative discipline sono contenute in Sezioni diverse, intitolate rispettivamente "Raccomandazioni" (Sezione II) e "Valutazioni del merito di credito" (Sezione III).

128. [O] E' stato chiesto, sottolineando l'eventualità che l'inclusione delle agenzie di *rating* nell'ambito dell'art. 114, comma 8, del Tuf possa ingenerare dubbi per gli emittenti e gli altri operatori del mercato, di evidenziare, nella relazione di accompagnamento alla nuova regolamentazione, su quali basi detta regolamentazione viene adottata.

129. [C] La questione è stata esaurientemente trattata nel documento di consultazione, in cui si è evidenziata la fonte normativa (Legge comunitaria 2004), la distinzione, sottolineata anche dal legislatore in un Ordine del giorno, tra raccomandazioni e valutazioni del merito di credito e le scelte nella direzione dell'autoregolamentazione operate nelle sedi internazionali con riferimento alle valutazioni del merito di credito.

130. [O] E' stato chiesto, sulla base delle diverse metodologie utilizzate e del novero di informazioni più limitato che caratterizza tali valutazioni e rapporti, di escludere l'applicazione dell'art. 69-decies, comma 1, per i soggetti che forniscono valutazioni del merito di credito su base statistica e che pubblicano rapporti relativi al credito commerciale.

131. [C] E' stato ritenuto non necessario effettuare alcuna modifica in quanto la definizione di valutazione del merito di credito adottata nella lettera c) dell'art. 65 è in linea con quella adottata nei documenti IOSCO in materia di *Credit Rating Agencies*.
132. [O] E' stato chiesto di rendere obbligatoria la pubblicazione e la comunicazione alla Consob, da parte delle agenzie di *rating*, di resoconti storicizzati sull'efficacia delle valutazioni del merito di credito diffuse, in base a criteri di validazione oggettivi (quali accuratezza e stabilità). Inoltre, viene richiesto di considerare sufficiente, ai fini del soddisfacimento degli adempimenti previsti dall'art. 69-*decies* del RE, la diffusione di alcuni documenti espressamente indicati (oltre al sopra citato resoconto, il Codice di condotta professionale; su base annuale, le modifiche a detto Codice e il livello di implementazione dello stesso e del Codice IOSCO; le metodologie adottate per le valutazioni).
133. [C] La pubblicazione di informazioni, da parte dei soggetti che producono valutazioni sul merito di credito, in merito alle metodologie adottate e a tutti gli altri elementi necessari per consentire al pubblico di valutare l'accuratezza e la qualità delle procedure adottate costituisce una parte essenziale delle misure previste dalla IOSCO. Appare pertanto non necessario prevedere nel RE specifici e ulteriori obblighi di *disclosure* rispetto a quanto previsto dall'art. 69-*decies* che già dispone che si debba indicare se e in quale forma le misure adottate siano aderenti a quelle della IOSCO.

## **6. Registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate**

### *a) Questioni generali*

134. [O] E' stato chiesto di ricercare ove possibile un'armonizzazione con le discipline che stanno per essere adottate negli altri Paesi europei e, in caso di difformità da queste, chiarire esplicitamente quale sia l'orientamento della Consob.
135. [C] La disciplina sui registri prevista dalla direttiva sugli abusi di mercato ha un livello di dettaglio non elevato e, quindi, si presta a interpretazioni diverse da parte di autorità ed operatori. E' obiettivo della Consob riuscire a soddisfare le richieste sopra espresse sollecitando eventuali interventi da parte del CESR e fornendo chiarimenti sia in questa sede sia in momenti successivi quando negli altri Paesi europei le rispettive discipline saranno adottate in via definitiva.
136. [O] E' stato chiesto di inserire nell'articolato quanto la Consob ha indicato nella presentazione dei regolamenti in esame riguardo alla libertà di gestire e organizzare la lista secondo le esigenze dell'emittente .
137. [C] L'approccio regolamentare previsto dalla direttiva sugli abusi di mercato è quello di limitare gli interventi prescrittivi sull'organizzazione interna di emittenti e intermediari. La direttiva indica di solito obblighi di risultato e non di mezzo. Così è anche per la disciplina dei registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate, dove viene esplicitato l'obbligo di risultato, cioè l'istituzione del registro. I registri per essere significativi devono riflettere le politiche poste in essere dal soggetto obbligato in tema di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate. E' dunque importante che tali politiche esistano e che esse rispettino, tra l'altro, l'art. 114, comma 4, e la Parte V, Titolo I-*bis*, del Testo unico e gli artt. 66 e 66-*bis* del RE. Ciò chiarito, l'emittente è libero di gestire e organizzare il registro secondo le proprie esigenze. Venendo pertanto alla richiesta di esplicitare tale aspetto nel regolamento, si ritiene che ciò non sia opportuno proprio per coerenza con l'approccio regolamentare previsto dalla direttiva.
138. [O] E' stato chiesto di indicare nell'articolato quanto già espresso dalla Consob in sede di presentazione dei regolamenti in esame riguardo alla possibilità per gruppi di società di accentrare la gestione del registro presso un'unica società.
139. [C] Si ritiene di accogliere la proposta, precisando però che rimane ferma la condizione sottostante e cioè che all'interno del gruppo la politica sulla circolazione e sul monitoraggio delle informazioni privilegiate sia appunto di gruppo. Se infatti la controllata fosse indipendente dalla controllante, quest'ultima non sarebbe in grado di monitorare le informazioni privilegiate che circolano presso la controllata e quindi la controllante non sarebbe in grado di gestire il registro della controllata.
140. [O] E' stata criticata la disposizione del Testo unico che, rispetto alla direttiva sugli abusi di mercato, estende l'obbligo di istituzione dei registri ai soggetti in rapporto di controllo con l'emittente, in considerazione dei conseguenti costi di gestione dei registri. E' stato quindi proposto di escludere dall'ambito di applicazione i soggetti controllati dall'emittente o, in alternativa, consentire l'utilizzo di liste di gruppo.
141. [C] Il Testo unico non consente alla Consob di escludere dall'obbligo le società in rapporto di controllo con l'emittente e, in particolare, le società da esso controllate. Si evidenzia, al riguardo, che le

società controllate sono soggette all'obbligo di predisporre un registro solo nei limiti delle informazioni privilegiate che riguardano l'emittente. Per altro verso si osserva che l'emittente potrebbe essere – al limite – una semplice società di partecipazioni e non gestire alcuna delle informazioni privilegiate che lo riguardano. Pertanto, si ritiene che la possibilità – sopra prevista – di istituire registri di gruppo consenta di ridurre i costi di gestione dei registri.

142. [O] E' stato chiesto di specificare che l'emittente non ha diritto di accedere al registro del soggetto che agisce in suo nome o per suo conto anche limitatamente alla parte che lo interessa .
143. [C] Premesso che in altri Paesi europei è stato previsto al riguardo un sistema complesso per il quale l'emittente è responsabile dei registri tenuti dai soggetti che lavorano in suo nome o per suo conto e, di conseguenza, può avere accesso a tali registri, la Consob ritiene di non seguire tale strada per non aumentare i costi di gestione del sistema, visto che peraltro il Testo unico richiede chiaramente ai soggetti che lavorano in nome o per conto dell'emittente di istituire dei registri. Riguardo all'osservazione effettuata, si preferisce quindi lasciare il punto ai principi generali.
144. [O] E' stato affermato che le agenzie di *rating* non rientrerebbero tra le persone che agiscono in nome o per conto degli emittenti e quindi non sarebbero soggette all'obbligo di predisporre i registri.
145. [C] Dato il carattere internazionale dell'attività di *rating* il quesito deve trovare una risposta omogenea nella UE. Se infatti solo alcuni Paesi UE dovessero ritenere le agenzie di *rating* soggette all'obbligo in questione (come peraltro sembra che sia avvenuto), le agenzie di *ratings* sarebbero sostanzialmente costrette a predisporre le procedure relative alla circolazione e al monitoraggio delle informazioni privilegiate in tutti i Paesi nei quali sono attive. La Consob ha sollecitato il CESR a prendere una posizione al riguardo. Si rammenta che lo stesso CESR nel documento di consultazione degli *advice* per la Commissione europea ("*Market Abuse Additional Level 2 Implementing Measures*" CESR/03-102b) aveva incluso in un elenco esemplificativo dei soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti anche le società di *rating*. L'elenco illustrativo non venne poi inserito negli *advice* finali per la Commissione europea in quanto era stato ritenuto più adeguato per il livello 3 (cfr. *Feedback Statement* CESR/03-213b). Si osserva, infine, che il tema dell'applicabilità della disciplina alle società di *rating* è prossimo a quello che si pone per le società di revisione e per gli *sponsor*, cioè per società che devono essere considerate indipendenti ma che vengono remunerate dall'emittente stesso. Si ritiene al riguardo che società di revisione e gli *sponsor* siano soggetti all'obbligo in esame.
146. [O] Sono stati chiesti chiarimenti sul comportamento che devono tenere le società controllate dallo Stato .
147. [C] Fermo restando che la disciplina si applica anche alle società controllate dallo Stato, gli ulteriori aspetti applicativi potranno essere oggetto di successivi approfondimenti con le parti interessate.
148. [O] E' stato chiesto se la disciplina sui registri presenti dei problemi di coordinamento con quella in tema di *privacy*.
149. [C] Gli approfondimenti effettuati non hanno rilevato criticità. Si osserva che la circostanza di essere iscritti nel registro in esame costituisce un dato personale, ma non annoverabile nell'ambito della categoria dei dati sensibili né in quella dei dati giudiziari così come definiti dal d.lgs. n. 196 del 30 giugno 2003.
150. [O] E' stato chiesto di chiarire se la disciplina in esame si applichi anche alle società di gestione e alle Sicav, con riferimento alle quote o azioni quotate in borsa di ciascun fondo chiuso o OICR aperto indicizzato di pertinenza.
151. [C] L'ambito di applicazione della disciplina in esame è stabilito dallo stesso art. 115-*bis* del Testo unico e non è modificabile dalla regolamentazione di attuazione; ai sensi di quanto previsto dal Testo unico, pertanto, i citati adempimenti si applicano anche alle società di gestione e alle Sicav, con riferimento alle quote o azioni quotate in borsa di ciascun fondo chiuso o OICR aperto indicizzato di pertinenza. Al fine di evitare possibili equivoche interpretazioni, quindi, è stato ritenuto necessario modificare la disposizione contenuta nell'art. 103 del RE, come proposta nella consultazione, eliminando il richiamo dell'art. 115-*bis* del Testo unico, applicabile per legge, e mantenendo invece il rinvio alle disposizioni contenute nel Titolo VII, Capo I, al fine di prevedere le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento dei registri, in relazione alle società di gestione di fondi chiusi.

*b) Art. 152-bis (Istituzione e contenuto del registro)*

152. [O] E' stato chiesto di ammettere l'istituzione di "registri permanenti" relativi alle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate in ragione dei ruoli e delle funzioni svolte. E' stato altresì domandato se sia possibile riferirsi nel registro a "categorie" di informazioni privilegiate, piuttosto che a singole specifiche informazioni privilegiate.
153. [C] Si ritiene possibile che un soggetto venga iscritto nel registro in quanto la motivazione consiste nel fatto che tale soggetto lavora presso una specificata unità organizzativa che, in base alle procedure interne dell'emittente sulla circolazione delle informazioni privilegiate, ha accesso a particolari categorie, tipi o gruppi di informazioni privilegiate. In questo senso è possibile riferirsi a "registri permanenti" o anche "registri funzionali". Non si ritiene invece ammissibile l'iscrizione di soggetti nel registro senza l'indicazione delle motivazioni. La costituzione di "registri permanenti" non esonera i soggetti obbligati dall'iscrivere nel registro le persone che hanno accesso occasionale a informazioni privilegiate. Queste ultime persone potranno essere, ad esempio, quelle che si occupano di specifiche informazioni privilegiate (ad esempio quelle che si occupano di un determinato progetto di fusione) o quei dipendenti che sono entrati in possesso di una informazione privilegiata al di fuori delle procedure sulla circolazione delle informazioni privilegiate sottostanti a "registri permanenti". Sembra quindi appropriato che il soggetto obbligato preveda sempre una disposizione interna, che richieda al dipendente già iscritto nel registro, che dovesse comunicare un'informazione privilegiata a soggetti che, in base alle procedure interne, non hanno accesso a tale informazione privilegiata, di comunicare tale circostanza alla funzione che si occupa della gestione del registro.
154. [O] Con riferimento al comma 2 che richiede che il registro contenga "*almeno le seguenti informazioni*", è stato chiesto di eliminare la locuzione "*almeno*" perché se, da un lato, sembra essere garanzia di una maggiore flessibilità nella gestione del registro, dall'altro, darebbe adito ad un inevitabile ambito di discrezionalità e, inoltre, comporterebbe oneri significativi a carico delle società emittenti e dei loro consulenti.
155. [C] Data la chiara indicazione fornita dalla direttiva, la proposta di modifica del regolamento non può essere accolta.
156. [O] E' stato chiesto se le persone da iscrivere nel registro sono solo quelle che lavorano per il soggetto obbligato (e quindi tenute all'obbligo di istituire propri registri) o anche altre persone che non lavorano per il soggetto obbligato (e quindi non tenute all'obbligo di istituire registri).
157. [C] La direttiva specifica che le persone che devono essere iscritte nel registro sono solo quelle che lavorano "*per*" il soggetto obbligato in virtù di un contratto di lavoro o altro (ovvero, come indicato dall'art. 115-bis del Testo unico, "*in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte*"). Quindi il soggetto obbligato deve indicare solo le persone che lavorano "*per*" lo stesso e non, ad esempio, le controparti in un'operazione di fusione. Si è ritenuto quindi di modificare opportunamente il comma 2, lettera a), dell'articolo in oggetto. Si evidenzia, tuttavia, che i nominativi delle persone che non lavorano per il soggetto obbligato ma che, comunque, hanno accesso a informazioni privilegiate relative all'emittente potrebbero essere richiesti dalla Consob nel corso di eventuali indagini.
158. [O] Con riferimento alle persone giuridiche, agli enti e alle associazioni di professionisti indicati nel registro, è stato chiesto di specificare se occorra esplicitare anche i nominativi delle persone fisiche che lavorano presso tali soggetti.
159. [C] Premesso che la questione è stata trattata in altri Paesi in modi diversi che però appaiono più costosi, si ritiene di semplificare gli obblighi consentendo di indicare nel registro il nominativo della società, ente o associazione accompagnato da quello di una persona fisica di riferimento (cfr. comma 2, lettera a). Rimane fermo il dovere per i soggetti che agiscono in nome o per conto dell'emittente di predisporre in base alla normativa vigente un proprio registro.
160. [O] E' stato chiesto di eliminare la precisazione relativa all'accesso "*a carattere regolare o occasionale*" a informazioni privilegiate in quanto risulterebbe superflua in considerazione del fatto che, comunque, deve essere indicata nel registro la ragione per la quale la persona è iscritta nel registro.
161. [C] Si ritiene di mantenere la precisazione perché è prevista dalla direttiva e perché esplicita chiaramente che nei registri devono essere iscritti anche i soggetti che hanno accesso a informazioni privilegiate in via occasionale.
162. [O] E' stato chiesto di ammettere come criterio per l'iscrizione di persone nel registro quello della "*possibilità*" che ha la persona di avere accesso a informazioni privilegiate.
163. [C] Si reputa che il criterio in argomento non possa essere accolto perché, altrimenti, tutte le informazioni presenti nel registro perderebbero di significato, posto che molti, se non tutti, avrebbero la

semplice "*possibilità*" di avere accesso a informazioni privilegiate. Diversamente, la disciplina è intesa a incentivare i soggetti obbligati ad intraprendere un'attiva politica in materia di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate.

164. [O] E' stato domandato se dove viene richiesto di indicare nel registro la "*identità*" della persona che ha accesso a informazioni privilegiate sia possibile indicare il solo nominativo.
165. [C] Si ritiene che il nome e il cognome possano essere sufficienti ma è evidente che in casi di omonimia occorrono anche altri elementi.
166. [O] E' stato chiesto di fornire esempi "*dei criteri adottati nella tenuta del registro e delle modalità di gestione e di ricerca dei dati in esso contenuti*".
167. [C] Premesso che la richiesta potrà essere più dettagliatamente esaminata in un successivo approfondimento, al momento si evidenzia nuovamente che tali criteri dovrebbero riflettere la politica in materia di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate e potrebbero essere, quindi, molto diversi. Ad esempio, si potrebbe adottare il criterio di associare a ogni persona che è nella lista tutte le specifiche informazioni privilegiate alle quali ciascuna persona ha accesso; si potrebbe, altresì, adottare un criterio "funzionale" per il quale una persona è registrata nella lista in quanto lavora presso un'unità organizzativa che processa una specifica informazione privilegiata o una categoria di informazioni privilegiate o, ancora, una categoria di informazioni privilegiate che si trovano in uno stadio iniziale (ad esempio le unità organizzative che si occupano della ricezione via posta di informazioni eventualmente privilegiate), medio (ad esempio le unità organizzative che si occupano specificatamente dei fatti sottostanti alle informazioni privilegiate), avanzato (ad esempio i consiglieri di amministrazione) o terminale (ad esempio le unità organizzative che si occupano della diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate); si potrebbe inoltre adottare un criterio misto, anche in funzione delle diverse attività dell'emittente o della distribuzione territoriale degli uffici o degli stabilimenti.
168. [O] E' stato valutato come un aggravamento della disciplina il fatto che mentre la direttiva richiede che nel registro siano riportati la data di istituzione del registro e la data in cui esso è stato aggiornato, il regolamento proposto richiede che nel registro siano riportati la data in cui la persona è stata iscritta e la data di ogni aggiornamento delle informazioni riferite alla persona.
169. [C] Si ritiene di non modificare il regolamento poiché si tratta di differenze formali e che non comportano maggiori costi (il dettato della direttiva di livello 2 deve essere infatti collegato all'obbligo previsto dall'art. 5, comma 4, di conservare il registro e ciascun suo aggiornamento per cinque anni). In sostanza, e specie nel caso di registri tenuti in forma elettronica, le due formulazioni coincidono perché i dati che occorre conservare sono gli stessi.

*c) Art. 152-quinquies (Obblighi di informazione)*

170. [O] E' stato chiesto che la Consob acconsenta alla possibilità che il soggetto obbligato preveda al suo interno un sistema di "*auto-denuncia*", per il quale le persone che si trovano in possesso di informazioni privilegiate comunicano tale circostanza a una funzione incaricata della gestione del registro. In tal caso, è stato sostenuto che questa misura organizzativa farebbe venire meno l'obbligo per il soggetto obbligato di comunicare al soggetto che si "*auto-denuncia*" l'avvenuta iscrizione nel registro, prevista dalla lettera a) dell'articolo in esame.
171. [C] L'"*auto-denuncia*" potrebbe essere prevista dalle norme interne del soggetto obbligato come uno degli strumenti di monitoraggio della circolazione delle informazioni privilegiate. Si ritiene, comunque, di non accogliere la proposta in quanto la lettera a) richiamata prevede anche obblighi di comunicazione degli aggiornamenti che riguardano le persone iscritte nel registro.
172. [O] E' stato chiesto se sia possibile comunicare alla persona che è nel registro gli obblighi informativi di cui alla lettera b) in via generale, ad esempio rinviando ad un sito internet dove sono raccolte le informazioni, o se invece occorra menzionare ogni volta tali informazioni.
173. [C] Il rinvio ad un sito internet sembra lecito purché la comunicazione alla persona espliciti tale rinvio.
174. [O] E' stato domandato se possa essere assolto periodicamente, ad esempio una volta l'anno, l'obbligo di informare coloro che sono stati iscritti nel registro.
175. [C] Il regolamento spiega che l'obbligo ricorre ogni volta che si verifica nel registro un aggiornamento delle informazioni che riguardano la persona iscritta nel registro. Sembra comunque utile comunicare periodicamente ai soggetti inseriti in registri "permanenti" o "funzionali" le

informazioni di cui all'art. 152-*quinquies*.

## **B. REGOLAMENTO MERCATI**

176. Diversi commentatori hanno richiesto approfondimenti sulle modalità operative di implementazione delle disposizioni. Data la portata innovativa dei regolamenti in esame la Consob si riserva di fornire chiarimenti e indicazioni nei prossimi mesi al fine di assicurare una coerente ed uniforme applicazione delle disposizioni.

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

#### *a) Questioni di carattere generale*

177. [O] Alcuni quesiti hanno riguardato il più generale funzionamento del sistema sanzionatorio relativo alla manipolazione del mercato con riferimento ai procedimenti penali e amministrativi, nonché, per quanto concerne i giornalisti, ai possibili procedimenti eventualmente previsti dal Consiglio Nazionale degli Ordini dei Giornalisti.

178. [C] La Consob è disponibile ad esaminare e approfondire con le associazioni e gli operatori le diverse novità previste dalla nuova disciplina sulla manipolazione del mercato; tuttavia i quesiti posti non possono trovare una risposta adeguata in questa sede.

#### *b) Art. 62 (Elementi e circostanze per l'identificazione di manipolazioni del mercato)*

179. [O] Con riferimento al comma 1 lettera c) ("*operazioni che non determinano variazioni nella proprietà di strumenti finanziari*"), è stato chiesto se tra le operazioni indicate sono comprese anche le vendite di azioni con patto successivo di riacquisto .

180. [C] Si ritiene che tali operazioni di vendita siano ammissibili; tuttavia gli operatori devono tenere presente che, specie in assenza di una adeguata trasparenza, esse sono caratterizzate da un elevato potenziale manipolativo.

#### *c) Allegato IV Sezione I, comma 1, lettera b)*

181. [O] Con riferimento all'esempio di manipolazione previsto dalla direttiva 2003/6/CE, che recita "*l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari alla chiusura del mercato con l'effetto di ingannare gli investitori che operano sulla base dei prezzi di chiusura*", è stato rilevato che nella pratica può accadere che l'effetto ingannevole si produca sul mercato in modo del tutto involontario ovvero senza che vi sia l'intento di ingannare il mercato. E' stato, quindi, chiesto di sostituire il termine "*effetto*" con "*scopo*".

182. [C] L'esempio in esame riprende fedelmente il testo della direttiva e, quindi, non può essere modificato. Più in generale, le definizioni di manipolazione operativa si basano sugli effetti prodotti dai comportamenti e non sulle sottostanti intenzioni dei soggetti che li pongono in essere. Tale scelta è verosimilmente dovuta alla estrema difficoltà di provare tali intenzioni. Tuttavia, la Consob e le altre autorità estere competenti, pur non dovendo provare l'esistenza di intenzioni manipolative, esaminano sempre le motivazioni sottostanti i comportamenti, come si evince dagli esempi di manipolazione forniti dal CESR.

#### *d) Allegato IV Sezione II*

183. [O] Sono state formulate alcune critiche all'inserimento degli esempi prodotti dal CESR nei regolamenti Consob (sia pure negli allegati), in quanto verrebbe attenuata comunque la portata dei *caveat* contenuti al primo comma dell'allegato, quale quello che esclude ogni loro valenza interpretativa delle definizioni indicate nel Testo unico. E' stato poi sottolineato che alcuni esempi del CESR sembrano richiedere il dolo specifico, che, invece, non è previsto dal Testo unico.

184. [C] Al fine di evitare confusioni nell'attuazione della disciplina si accoglie la proposta di rimuovere gli esempi del CESR dal regolamento per inserirli in una comunicazione di carattere generale. Si ribadisce in margine che gli esempi prodotti dal CESR non incidono sulla interpretazione delle definizioni di manipolazione del mercato indicate nel Testo unico. In particolare, si precisa che laddove un esempio del CESR prevede la presenza dell'intento manipolativo o del dolo specifico da parte dell'agente, ciò non implica in alcun modo che in mancanza dell'intento manipolativo o del dolo specifico quel comportamento non possa rientrare nella definizione di manipolazione del mercato fornita dal Testo unico. Per la brevità che contraddistingue necessariamente gli esempi, il CESR ha voluto descrivere casi che cadono nettamente dentro la definizione di manipolazione del mercato o, comunque, casi che forniscono l'intuizione di elementi manipolativi importanti per le valutazioni.

185. [O] E' stato chiesto di tradurre in italiano ed in modo più esteso i titoli degli esempi.
186. [C] Si è condivisa l'opportunità di aggiungere ai titoli degli esempi riportati in inglese una traduzione in italiano, fermo restando che l'utilizzo dei termini in inglese appare spesso più appropriato in quanto maggiormente diffuso tra gli operatori.
187. [O] E' stato chiesto se nell'esempio di cui al comma 2 lettera d) (*Placing order with no intention of executing them*) possa rientrare anche la revoca di un ordine.
188. [C] Sebbene la condotta manipolativa in esame possa prevedere la revoca di un ordine precedentemente immesso nel mercato o conferito ad un intermediario, si specifica che di per sé la revoca di un ordine non implica una manipolazione del mercato.
189. [O] Con riferimento all'esempio indicato nel comma 2 lettera e) (*Excessive bid-ask spread*), è stato chiesto di prevedere che, laddove sul mercato operino *market maker* o *specialist* con obblighi di quotazione *bid-ask*, all'interno della forchetta *bid-ask* stabilita dalla società di gestione del mercato l'operatività non configuri ipotesi di manipolazione.
190. [C] L'operatività del *market maker* o dello *specialist* all'interno dei limiti previsti dalla società di gestione del mercato è certamente un elemento importante che contraddistingue la regolarità del comportamento. Ciò nonostante, si ritiene che occorra esaminare le situazioni caso per caso. Ad esempio, posta la numerosità e la variabilità dei fattori che determinano il *bid-ask*, non appare privo di criticità il comportamento di uno *specialist* che fissi sempre e costantemente l'ampiezza del *bid-askesattamente* al limite massimo consentito dalla società di gestione del mercato.
191. [O] E' stato osservato che alcune prassi operative attuate dagli intermediari in caso di variazioni avverse dei prezzi e che hanno il solo fine di ridurre il prezzo di carico dei titoli comprati o venduti potrebbero essere assimilati agli esempi di "*pump and dump*" e di "*trash and cash*".
192. [C] Per rispondere correttamente al quesito occorre esaminare più in dettaglio le prassi citate; pertanto tale richiesta potrà essere esaminata in modo approfondito successivamente in una sede diversa.

## **8. Prassi di mercato ammesse**

### a) Questioni di carattere generale

193. [O] E' stato chiesto di prevedere una prassi di mercato per le operazioni di stabilizzazione fuori dalle offerte.
194. [C] La Consob, conseguentemente all'approvazione dei presenti regolamenti, assumerà le iniziative necessarie per dare avvio alle procedure per l'ammissione di prassi di mercato.
195. [O] E' stato chiesto di esplicitare che i comportamenti che rientrano perfettamente nei limiti indicati da una prassi ammessa rischiano comunque di essere considerati manipolativi se le motivazioni sottostanti non sono legittime.
196. [C] Si concorda con tale lettura della disciplina, che, peraltro, si desume direttamente dall'art. 187-ter, comma 4, del Testo unico.
197. [O] E' stato domandato se le prassi di mercato ammesse possano essere ammesse di fatto tramite l'approvazione da parte della Consob dei regolamenti del mercato di cui all'art. 63 del Testo unico.
198. [C] Conformemente a quanto già espresso dal CESR a livello 3, si ritiene che alcune condotte coerenti con le disposizioni previste dai regolamenti dei mercati approvati dalla Consob abbiano una valenza prossima a quella delle prassi di mercato ammesse. Si pensi, ad esempio, ad alcune tipologie di ordini, quali i c.d. *iceberg orders* o gli ordini *stop-loss*, che, pur presentando alcune caratteristiche tipiche degli ordini manipolativi (quali la scarsa trasparenza), sono previsti e ammessi da molti mercati regolamentati e, quindi, non costituiscono di per sé manipolazioni del mercato. Tuttavia, si ritiene che non sia opportuno introdurre nei regolamenti in esame una previsione per la quale le prassi definite dai regolamenti dei mercati godano di per sé dello *status* giuridico delle prassi di mercato ammesse. Si potrebbero infatti presentare equivoci nella identificazione e nella definizione delle prassi. Si aggiunge, peraltro, che le disposizioni comunitarie sulle procedure di ammissione delle prassi di mercato prevedono condizioni più restrittive e trasparenti di quelle previste dall'art. 63 del Testo unico. La Consob avrà comunque cura di evitare che si possano presentare immotivate diversità di trattamento tra specifiche prassi ammesse ai sensi delle disposizioni comunitarie e specifiche prassi definite dai

regolamenti dei mercati.

*b) Art. 60 (Procedure per l'ammissione della prassi)*

199. [O] E' stato chiesto di disciplinare più dettagliatamente il caso della cancellazione di una prassi già ammessa, ad esempio tramite la previsione di un congruo periodo di preavviso fra il momento dell'annuncio e quello della effettiva cancellazione della prassi.
200. [C] Considerato che già l'art. 60, comma 1, richiede che il riesame di prassi precedentemente ammesse debba prevedere l'acquisizione del parere degli organismi pertinenti, si ritiene che la definizione nel regolamento di ulteriori passaggi procedurali possa allungare eccessivamente i tempi di intervento nel caso in cui si dovessero rendere necessarie delle decisioni urgenti. E', comunque, interesse della Consob fornire di volta in volta agli operatori un congruo preavviso.
201. [O] E' stato chiesto di inserire nel regolamento una procedura che imponga alla Consob di verificare sistematicamente l'ammissibilità delle prassi ammesse in altri Paesi.
202. [C] Considerato che l'art. 60, comma 1, consente ai soggetti interessati di chiedere alla Consob di avviare una procedura per l'ammissione di una prassi, si ritiene di non accogliere la proposta perché imporrebbe la necessità di avviare una procedura, con i connessi costi operativi, anche laddove le differenze strutturali tra mercati italiani e esteri rendono palese che la prassi non possa essere ammessa. La proposta introdurrebbe dunque dei costi che non sarebbero sempre accompagnati da benefici per operatori e autorità.
203. [O] E' stato chiesto che l'art. 60, comma 4, preveda che le prassi che la Consob ha ritenuto non ammissibili siano corredate delle dettagliate descrizioni delle prassi stesse e dell'indicazione delle motivazioni sottostanti alle decisioni.
204. [C] Ai sensi dell'art. 60, comma 2, è previsto che al termine della procedura finalizzata alla valutazione dell'approvazione della prassi la Consob pubblichi l'esito della valutazione corredata della descrizione dei criteri presi in considerazione. E' implicito che la Consob debba pubblicare tale valutazione sia in caso di esito positivo che negativo. Si precisa, inoltre, che l'elenco delle prassi ritenute non ammissibili al termine della procedura di valutazione non deve essere considerato un elenco esaustivo delle prassi non ammesse.

**9. Operazioni sospette**

*a) Questioni di carattere generale*

205. [O] E' stato chiesto se occorra segnalare anche le operazioni effettuate in conto proprio e, nel caso delle SGR, se occorra segnalare le operazioni effettuate dai relativi fondi comuni.
206. [C] La direttiva e il Testo unico non limitano la segnalazione delle operazioni sospette alle sole operazioni effettuate per conto terzi; l'art. 9 della direttiva 2004/72/CE richiama espressamente come esempio le operazioni in conto proprio. Del resto in diversi mercati le operazioni effettuate in conto proprio sono spesso originate da ordini della clientela. Si ritiene pertanto di non dover limitare la disciplina alle sole operazioni effettuate per conto terzi. Per altro verso si evidenzia che l'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette originate da decisioni di persone che lavorano presso l'intermediario sembra sovrapporsi in parte agli obblighi previsti dal Libro III, Parte III, del Regolamento sugli intermediari (cfr. art. 66, comma 1, lettera d).
207. [O] E' stato chiesto se debbano essere segnalati gli eventuali ordini non eseguiti.
208. [C] Come ampiamente illustrato negli esempi forniti a livello 3 dal CESR, il carattere "sospetto" di un'operazione risiede anche nelle caratteristiche dell'ordine sottostante. Nell'attività di vigilanza si rileva spesso che operazioni che non appaiono sospette acquistano tale qualità proprio quando si esaminano gli ordini che le hanno generate e che non sono stati eseguiti per ragioni tecniche, quali la scarsa liquidità dello strumento finanziario o l'intervenuta sospensione del titolo da parte della società di gestione. Inoltre, come indicato nel Titolo V, Capo III del Regolamento Mercati e negli esempi di manipolazione forniti dal CESR, alcune strategie manipolative si basano proprio sulla cancellazione di ordini precedentemente immessi nel mercato. Si ritiene, pertanto, che l'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette si applichi anche agli ordini non eseguiti.

Queste considerazioni non incidono sulla diversa decisione che l'intermediario deve prendere sulla opportunità di eseguire o meno l'operazione. La direttiva infatti non vieta agli intermediari di eseguire le istruzioni del cliente ma introduce solo il dovere di segnalazione *ex post*. Naturalmente, rimane

fermo il limite, ove ne sussistano gli elementi, del concorso in abuso di mercato previsto dalla disciplina generale.

Pertanto, si evidenzia in margine che laddove nel regolamento si fa riferimento a operazioni sospette si devono intendere compresi anche gli ordini non eseguiti.

209. [O] E' stato posto un dubbio interpretativo riguardo ai limiti entro cui considerare il "*test del ragionevole sospetto*" per le prassi di mercato ammesse, visto il rilievo che hanno per la disciplina le "*motivazioni legittime*" di cui all'art. 187-ter, comma 4, del Testo unico. Se da un lato la sussistenza di prassi ammesse rappresenta una circostanza come tante altre da considerare nell'ambito della valutazione del "*test del ragionevole sospetto*", dall'altro si fa osservare che nella disciplina comunitaria operazioni conformi alle prassi di mercato violano la normativa solo se non sono accompagnate da motivazioni legittime, la cui sede naturale di valutazione e accertamento sarebbe la diversa sede del contenzioso.

210. [C] Il quesito presenta elementi di complessità che potrebbero essere esaminati più attentamente una volta individuata la prassi di mercato di riferimento. Al momento si osserva più semplicemente che il "*test del ragionevole sospetto*" deve essere effettuato nei limiti delle informazioni, anche pubbliche, di cui il soggetto obbligato dispone.

*c) Art. 64 (Identificazione delle operazioni sospette)*

211. [O] E' stato chiesto di semplificare il comma 1 - che prevede la modalità di svolgimento del "*test del ragionevole sospetto*" - eliminando gli elementi previsti dalle lettere a), b) e c) dello stesso comma in quanto appaiono eccessivamente generici. La loro eliminazione ridurrebbe gli spazi per interpretazioni difformi tra ordinamenti diversi.

212. [C] Considerato il dettato della direttiva, la proposta non può essere accolta. Rimane tuttavia ferma la necessità di approfondire le difficoltà di tipo operativo connesse al "*test del ragionevole sospetto*" e i rischi di applicazioni difformi nella UE.

213. [O] E' stato chiesto se ai fini della identificazione di operazioni sospette sia possibile utilizzare dei programmi di rilevazione automatica.

214. [C] Si ritiene certamente possibile ed apprezzabile l'utilizzo di programmi per la rilevazione automatica di operazioni sospette specie per i soggetti che processano un elevato numero di ordini. Si avvisa, comunque, che difficilmente tali programmi potranno risultare da soli sufficienti per effettuare il "*test del ragionevole sospetto*". In proposito il CESR ha espresso più volte che è interesse delle autorità competenti la qualità e non la quantità delle segnalazioni.

215. [O] Si è osservato che sarebbe appropriata l'estensione degli obblighi di prevenzione previsti per le società che gestiscono mercati regolamentati agli intermediari che gestiscono sistemi di scambio organizzati.

216. [C] Per assicurare omogeneità di trattamento con le società che gestiscono mercati regolamentati si è condivisa l'opportunità di estendere la disciplina della prevenzione degli abusi di mercato (cfr. l'art. 64, comma 1, lettera *b-bis*, del Testo unico) e della identificazione delle operazioni sospette (cfr. art. 64, comma 2, del RM) agli intermediari che organizzano sistemi di scambi organizzati, posto che la prevenzione delle operazioni sospette implica nella sostanza la prevenzione dei casi di abuso. Inoltre, sulla base degli accordi già raggiunti sulla direttiva Mifid, si è ritenuto di estendere la disciplina non solo ai gestori di sistemi di scambi organizzati ma anche ai gestori di altre piattaforme di negoziazione eventualmente utilizzate da intermediari per offrire il proprio servizio in maniera più sistematica (cfr. anche art. 63).

*d) Art. 65 (Tempi della segnalazione)*

217. [O] E' stato notato che converrebbe specificare che il "*comma 1*" richiamato nell'art. 65, comma 1, si riferisce all'art. 64.

218. [C] L'articolo viene modificato come proposto.

219. [O] Con riferimento al comma 1 che specifica che la valutazione dei comportamenti idonei a costituire operazioni sospette debba essere effettuata anche tenendo conto di circostanze, informazioni o fatti intervenuti successivamente all'operazione, è stato chiesto di inserire nel regolamento la considerazione espressa a livello 3 dal CESR sul fatto che tale disposizione prevista dalla direttiva non

implica che l'intermediario debba esaminare a ritroso nel tempo se ogni circostanza, informazione o fatto renda sospetta un'operazione che quando era stata effettuata non appariva tale.

220. [C] La Consob condivide l'osservazione formulata e, in linea con la considerazione espressa dal CESR, si riserva di fornire al riguardo ulteriori chiarimenti di carattere operativo.

*e) Art. 66 (Contenuto della segnalazione)*

221. [O] Atteso che l'art. 66, comma 1, lettera c), richiede al soggetto obbligato di indicare "gli estremi per identificare le persone per conto delle quali le operazioni sono state effettuate e le altre persone coinvolte nelle operazioni" e visto che per le società di gestione dei mercati una tale richiesta non appare appropriata, è stato chiesto di aggiungere al comma 2 del medesimo articolo di aggiungere "e se" dopo "appena".

222. [C] Nel condividere l'osservazione, si è ritenuto di formulare diversamente la lettera c) del comma 1.

*f) Art. 68 (Obblighi di riservatezza)*

223. [O] E' stato chiesto di inserire dopo il comma 2 quanto previsto dall'art 11, commi 1 e 3, della direttiva 2004/72/CE ("3. L'osservanza di questi obblighi non implica responsabilità di qualsivoglia natura per la persona che effettua la segnalazione, purché agisca in buona fede. 4. La segnalazione in buona fede all'autorità competente non costituisce violazione di eventuali limitazioni alla divulgazione delle informazioni imposte per contratto o per disposizione legislativa, regolamentare o amministrativa, né implica per la persona che effettua la segnalazione alcuna responsabilità di qualsivoglia natura in relazione a detta segnalazione").

224. [C] Le disposizioni comunitarie richiamate non sono state inserite nell'articolato in quanto la materia non è oggetto di delega regolamentare. Si osserva comunque che l'esimente in esame è senz'altro desumibile dai principi generali dell'ordinamento. Ad ogni buon conto, la Consob non mancherà di richiamare l'attenzione del legislatore sulla materia ai fini di un esplicito recepimento delle disposizioni comunitarie.

*g) Allegati V e VI*

225. [C] Analogamente a quanto deciso con riferimento agli esempi di manipolazione del mercato, si è ritenuto opportuno rimuovere dai regolamenti gli esempi indicativi della presenza di operazioni sospette e le istruzioni per la segnalazione delle stesse, precedentemente inseriti, rispettivamente, negli Allegati V e VI.

## **PARTE II**

### **A. REGOLAMENTO EMITTENTI**

1. Informazione su eventi e circostanze rilevanti
2. Acquisto di azioni proprie
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

### **B. REGOLAMENTO MERCATI**

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

---

Nota:

1. La disciplina delle partecipazioni rilevanti dettata dall'art. 120 TUF e dalle relative norme di attuazione contenute nel RE è anch'essa, al pari delle norme in materia di abusi di mercato, di diretta derivazione comunitaria.

La direttiva 34/2001 attualmente in vigore prevede che "Quando una persona fisica o un ente giuridico di cui all'articolo 85, paragrafo 1, acquista o cede una partecipazione in una società di cui all'articolo 85, paragrafo 1, e in seguito a tale operazione la percentuale dei diritti di voto detenuti da tale persona o ente raggiunge o oltrepassa la soglia del 10%, 20%, 1/3, 50% e 2/3 o scende al di sotto di tale soglia, tale persona o ente giuridico deve informare la società e contemporaneamente l'autorità o le autorità competenti di cui all'articolo 96, entro sette giorni di calendario, della percentuale dei diritti di voto da essa detenuti dopo l'acquisto o la cessione. Gli Stati membri possono non applicare: a) le soglie del 20 % e di 1/3 allorché applicano una sola soglia del 25 %; b) la soglia di 2/3 allorché applicano una soglia del 75 %" (art. 89, par. 1), ferma restando la possibilità per gli stati membri di prevedere "obblighi più rigorosi ...o ... obblighi supplementari" (art. 88, direttiva 34/2001).

Le soglie percentuali previste dall'ordinamento nazionale sono quelle del 2 (art. 120 TUF), 5, 7.5, 10 e successivi multipli di 5 (art. 117 del RE).