

Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori (“COMI”) in merito alle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza societaria

Considerazioni generali

Si fa riferimento al documento di consultazione recante “Proposte di modifica al Regolamento emittenti in materia di trasparenza societaria”, volte a:

1. dare attuazione all’art. 120, comma 4-*bis*, TUF, introdotto nel 2017 dal c.d. “Decreto Fiscale”, altrimenti noto come “norma anti-scorrerie” o “dichiarazione di intenzioni”;
2. introdurre l’obbligo di comunicazione delle partecipazioni comprese tra le soglie del 3% e del 5% del capitale al venir meno della qualifica di PMI a causa del superamento dei criteri indicati all’articolo 1, comma 1, lettera *w-quater.1*), TUF.

Il Comitato condivide la ratio ispiratrice della disciplina di attuazione dell’art. 120 TUF, comma 4-*bis*, riflessa nelle singole ipotesi di esenzione ipotizzate nell’art. 122-*ter* del Reg. Emittenti (di seguito: RE) oggetto di consultazione, nonché l’opportunità di far emergere le partecipazioni comprese tra le soglie indicate per le società che perdono la qualifica di PMI. Tuttavia, il Comitato ravvisa l’esigenza di apportare talune modifiche all’articolato proposto allo scopo di circoscrivere i nuovi obblighi di trasparenza ai casi nei quali le esigenze sottese alla disciplina lo richiedono, semplificare gli adempimenti per gli investitori, evitare attività di vigilanza a scarso valore aggiunto, rimuovere incertezze interpretative ed evitare il rischio di un contrasto con il diritto euro-unitario.

Specifiche proposte

Disposizioni di attuazione della delega di cui all’art. 120, comma 4-bis, del TUF

Il Comitato ritiene che, al fine di assicurare la proporzionalità della disciplina di cui all’art. 120, comma 4-*bis*, TUF, i casi in cui la dichiarazione delle intenzioni non è dovuta potrebbero essere delineati in termini più generali. In particolare:

1. premesso che si condivide la proposta di esenzione in presenza di altro socio che singolarmente disponga del controllo di diritto, si suggerisce di esentare dalla dichiarazione in tutti gli altri casi di esenzione dall’OPA obbligatoria previsti dall’art. 49, RE e non solo limitatamente a quelli di cui alle lettere c), d) e, in parte, h);
2. anziché prevedere un’esenzione solo in presenza di alcune delle fattispecie già esentate dalla comunicazione ex art. 119-*bis* RE (quali ad es. azioni detenute nell’ambito del servizio di custodia, con esercizio del voto secondo le istruzioni del titolare effettivo della partecipazione; azioni acquistate a fini di stabilizzazione etc.), si suggerisce di statuire che la dichiarazione non sia dovuta in tutti i casi in cui non sia dovuta la segnalazione di superamento della soglia ai sensi dell’art. 119-*bis*, commi da 1 a 6, RE, essendo irrilevante il fatto che in alcuni casi

l'esenzione ai sensi dell'art. 119-*bis* riguardi esclusivamente soglie inferiori a quelle previste dall'art. 120, comma 4-*bis*, TUF. Più specificamente:

- a. il fatto che i market maker siano esentati dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti solo ove non superino la soglia del 10 per cento non giustifica il loro assoggettamento alla disciplina della dichiarazione delle intenzioni in caso di superamento di detta soglia, posto che l'esenzione ex art. 119-*bis*, lett. c), RE, è subordinata, tra l'altro, al fatto che il market maker "non intervenga nella gestione dell'emittente azioni quotate né eserciti alcuna influenza su detto emittente al fine dell'acquisizione di tali azioni o partecipazioni potenziali o del sostegno del prezzo delle stesse" (art. 119, lett. c), secondo trattino, RE);
 - b. il fatto che gli underwriter siano esentati dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti solo ove non superino la soglia del 5 per cento non giustifica il loro assoggettamento alla disciplina della dichiarazione delle intenzioni in caso di superamento delle soglie da questa previste, posto che l'esenzione ex art. 119-*bis*, lett. c-*bis*), RE, è subordinata, tra l'altro, al fatto che essi non esercitino né altrimenti utilizzino "i diritti di voto inerenti a tali azioni ... per intervenire nella gestione dell'emittente";
 - c. la ratio sottesa alla scelta di non conteggiare i diritti di voto inerenti alle partecipazioni detenute nel portafoglio di negoziazione di un ente creditizio o di un'impresa di investimento, quale definito dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 86, del regolamento (UE) n. 575/2013, a condizione che tali soggetti non esercitino né altrimenti utilizzino "i diritti di voto inerenti a tali azioni ... per intervenire nella gestione dell'emittente" vale ugualmente ad escludere che tali azioni rilevino ai fini della dichiarazione delle intenzioni, essendo irrilevante che l'art. 119, comma 4, RE ponga un tetto del 5 per cento per tali diritti di voto;
 - d. parrebbe incongruo non esentare la Banca Centrale Europea e le Banche centrali nazionali degli Stati membri dall'obbligo di comunicare le intenzioni (art. 119, comma 5, RE), peraltro anche a prescindere dai limiti a tale esenzione previsti dall'art. 119, comma 6, RE.
3. nel condividere, in generale, le scelte in tema di esenzioni per i gestori collettivi del risparmio, si segnala l'opportunità di:
- a. onde evitare disparità di trattamento incompatibili con i Trattati europei, anziché limitare l'esenzione riguardante ai FIA italiani non riservati a investitori professionali, sarebbe opportuno fare riferimento sia ai FIA italiani non riservati a investitori professionali sia ai FIA UE per i quali, da un lato, secondo la disciplina nazionale applicabile, sussista un limite di investimento aggregato (a livello di SGR) pari al 10 per cento e, dall'altro, la disciplina applicabile ne consenta lo sfioramento nei limitati casi in cui, e alle condizioni alle quali, ciò è consentito dalla disciplina secondaria italiana;
 - b. accordare altresì l'esenzione ai gestori di fondi (e ad altre categorie di investitori istituzionali) che, pur non rientrando nelle categorie contemplate dalla proposta in consultazione, adottino per loro *policy* (che si appresta a essere oggetto di *disclosure* in sede di recepimento della direttiva SHRD II) un orientamento del tutto passivo rispetto all'influenza della *governance* delle società in cui investono: ciò, in termini di

programmata assenza di volontà di influenza sul *board* (es.: mediante concorso nella presentazione di liste per l'elezione delle cariche sociali), assenza di specifiche politiche di *engagement*, esercizio del voto in stretto ossequio alle indicazioni di *proxy advisors*, ecc. Tale approccio – conforme a quello adottato in ambito statunitense, dove i *passive investors* sono esentati dalla dichiarazione di intenzioni ex §13(d) del *Securities Exchange Act* – consentirebbe di risparmiare ad alcuni investitori istituzionali un obbligo di *disclosure* gravoso (non soltanto in termini di costi amministrativi) e, nel caso di specie, ultroneo rispetto alle finalità di una norma di trasparenza che è rivolta a fenomeni di potenziale interferenza sul governo e sugli assetti proprietari degli emittenti.

Inoltre, si suggeriscono due interventi volti ad evitare incertezze interpretative: in particolare, parrebbe opportuno:

1. precisare, per maggiore chiarezza, che, anche nell'ambito dell'art. 120, comma 4-*bis*, TUF, trovano applicazione i criteri di aggregazione delle partecipazioni gestite con quelle dei soggetti che controllano i gestori (o altri "soggetti abilitati"), come previsto dall'art. 119-*ter*, commi 1 e 2, RE;
2. chiarire il significato dell'espressione "nell'ambito" nella frase "se l'acquisto della partecipazione è effettuato nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio già comunicata al mercato".

Comunicazioni di partecipazioni superiori al 3% in società che perdono la qualifica di PMI

La proposta in consultazione prevede che il soggetto che detiene una partecipazione superiore al 3 per cento ma inferiore al 5 per cento, debba comunicarne la detenzione entro quindici giorni dalla comunicazione da parte dell'emittente della perdita della qualifica di PMI. Al riguardo, si ritiene inopportuna l'introduzione di obblighi che prescindano da un comportamento attivo (effettivo o ragionevolmente prevedibile) del partecipante al capitale. In primo luogo, la previsione oggetto di consultazione corre il rischio di scoraggiare gli investitori dall'investimento in PMI quotate, oltre che di depotenziare il regime applicabile a tali emittenti, che risponde a una logica di semplificazione e incentivazione all'apertura al mercato di capitali. In secondo luogo, anche sulla base dell'esperienza passata, è elevato il rischio che, per mera disattenzione, i detentori di dette partecipazioni omettano di procedere alla comunicazione, o vi procedano con ritardo, peraltro essendo da escludere che il danno per il mercato dalla mancata comunicazione di una simile partecipazione possa essere significativo e tale da giustificare una reazione dell'ordinamento e, dunque, l'impiego di risorse nella relativa attività di vigilanza e di *enforcement* da parte della Consob. Infine, la proposta in consultazione non pare coerente con la *ratio* dell'art. 117, comma 2, RE, che esime dall'obbligo di comunicazione nel caso di superamento passivo della soglia del 3 per cento.

Pertanto, il Comitato suggerisce di prevedere che, a seguito della perdita della qualifica di PMI dell'emittente partecipato, la comunicazione di una partecipazione compresa tra il 3 e il 5 per cento debba essere effettuata solamente in caso di incremento della partecipazione a seguito di acquisti di azioni. Il termine per la comunicazione potrebbe in tal caso essere quello previsto in via generale dal RE per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti; resterebbero altresì salve, per ovvi motivi, le esenzioni in via generale applicabili.

In subordine, il Comitato suggerisce di prevedere che la comunicazione sia dovuta:

1. in ogni caso di variazione della partecipazione a seguito di acquisti o cessioni di azioni ad opera del partecipante al capitale, purché ad esito di tale operatività la partecipazione resti al di sopra del 3 per cento; ciò in quanto si ritenga che una simile soluzione garantisca un migliore equilibrio tra l'obiettivo della trasparenza degli assetti proprietari e le esigenze di semplificazione; e/o
2. in mancanza di operazioni sulle azioni, entro la record date rilevante ai fini della prima assemblea successiva alla comunicazione della perdita della qualifica di PMI; ciò in quanto si ritenga preferibile evitare che l'esistenza di un azionista titolare di una quota compresa tra il 3 e il 5 per cento emerga solo in occasione della riunione assembleare.