

ESITO DELLE CONSULTAZIONI

MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971/99 SULLA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 11768/98 IN MATERIA DI MERCATI

marzo 2003

Nel dicembre 2002 la Consob ha diffuso un documento di consultazione riguardante alcune modifiche da apportare al regolamento emittenti ed al regolamento mercati connesse alla possibilità che mercati regolamentati ammettano alle negoziazioni strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni in altri mercati regolamentati italiani, in assenza di domanda degli emittenti.

Con riferimento ad esso sono pervenute le osservazioni di Abi, di Assogestioni, di Assonime, di Assoreti, di Assosim, di Borsa Italiana s.p.a., di TLX s.p.a., di Unicredito Italiano e di Unionsim.

Nella trattazione che segue si dà conto di tali osservazioni e delle conseguenti determinazioni assunte dalla Commissione.

Il documento è stato suddiviso in tre parti: nella prima, è contenuta una "Premessa" nella quale, a maggior chiarimento delle modifiche adottate, vengono evidenziate, in termini generali, le considerazioni che consentono di configurare nel nostro ordinamento l'ipotesi di ammissione alle negoziazioni senza domanda dell'emittente di strumenti finanziari già quotati in Italia; nella seconda, sono riportati il testo delle norme rese note per la consultazione, le osservazioni pervenute, le considerazioni svolte in proposito e, se del caso, il nuovo testo adottato; nella terza parte, sono illustrate alcune questioni riguardanti materie connesse alle modifiche regolamentari.

Le proposte di modifica non prese in considerazione non hanno dato luogo ad osservazioni e commenti.

Per completezza di documentazione si riporta il testo integrale degli articoli del regolamento emittenti e del regolamento mercati con evidenza delle modifiche apportate rispettivamente, con delibere n. 14002 e n. 14003 del 27 marzo 2003 in corso di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica.

* * *

PARTE PRIMA

PREMESSA

1. La normativa vigente non prevede una distinzione tra ammissione alle negoziazioni e ammissione a quotazione di strumenti finanziari. In effetti il Testo Unico usa indifferentemente le espressioni ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni e suddivide tra la società di gestione e la Consob le funzioni che in altri paesi vengono considerate appartenenti all'attività *di admission to listing*.

L'assenza di tale distinzione è peraltro del tutto compatibile con l'esistenza di un meccanismo di ammissione alla quotazione/negoziazione senza domanda dell'emittente.

Nella parte del Testo Unico sui mercati regolamentati non vi sono norme che impongono espressamente la domanda o il consenso dell'emittente alla quotazione. Del resto, mentre non è ipotizzabile l'esistenza stessa di un mercato senza la prestazione di servizi agli intermediari, è tecnicamente e giuridicamente configurabile un mercato regolamentato gestito senza la prestazione di servizi agli emittenti e, dunque, senza relazioni di natura contrattuale tra la società di gestione e gli emittenti strumenti finanziari ivi negoziati.

E' la disciplina in materia di emittenti che rende, nella maggior parte dei casi, non compatibile con il Testo Unico un'ammissione alla quotazione/negoziazione di strumenti finanziari in assenza di domanda (o quanto meno consenso) dell'emittente. Ciò in quanto dall'ammissione consegue l'applicazione a tale soggetto degli obblighi informativi previsti dagli artt. 113, 114 e 115, oltre che di altre norme che ne modificano significativamente lo *status*.

Ne consegue che se tali obblighi informativi o tali norme sono già stati adempiuti (art. 113) o sono già applicabili (artt. 114/115/119 e ss.) la mancanza di un consenso dell'emittente alla quotazione/negoziazione può non costituire un ostacolo; tale situazione si verifica nell'ambito della disciplina italiana sul mercato mobiliare esclusivamente per quegli strumenti finanziari di cui sia già in corso la quotazione/negoziazione su un mercato nazionale e per i quali l'obbligo di pubblicare un prospetto è già stato adempiuto e la nuova quotazione/negoziazione non aggiunge ulteriori obblighi.

Infatti, in occasione dell'ammissione alle negoziazioni su base consensuale in un mercato regolamentato italiano, l'emittente provvede a pubblicare un prospetto conforme a quello previsto dalla direttiva comunitaria per l'ammissione al mercato ufficiale ed è, quindi, poi costantemente tenuto ad adempiere agli obblighi informativi connessi al permanere dello *status* di emittente quotato in un mercato regolamentato italiano. Se l'emittente ha azioni quotate è inoltre già tenuto al rispetto delle regole di *corporate governance* dettate dagli artt. 119 e ss.

Ovviamente rimane fermo l'obbligo di pubblicare il prospetto nel caso in cui la quotazione sia accompagnata da una sollecitazione all'investimento avente ad oggetto i medesimi titoli.

La descritta situazione non si verifica, in base alla normativa anche comunitaria vigente, per gli strumenti finanziari quotati su altri mercati dell'Unione Europea, per i quali, da un lato, è necessaria la procedura, non realizzabile allo stato attuale senza il coinvolgimento dell'emittente, di riconoscimento del prospetto, dall'altro, l'emittente non è soggetto ad alcun obbligo informativo in Italia, né la Consob può direttamente esercitare nei suoi confronti i poteri previsti dagli artt. 114 e 115 del Testo Unico.

E' infine da rilevare che la vigente direttiva UE n. 2001/34 non sembra consentire un'ammissione senza domanda (o consenso) dell'emittente in quei mercati regolamentati che assumano la qualifica comunitaria di Borsa. Pertanto il mercato in cui l'ammissione avviene secondo tale particolare procedura non può assumere tale qualifica e a detto mercato non è applicabile tale direttiva.

E' comunque da considerare che la possibilità di ammissione a quotazione/negoziazione senza contestuale pubblicazione di un prospetto è prevista dalla stessa disciplina comunitaria. Ed invero, sul fenomeno della "multi-quotazione" la direttiva n. 2001/34 prevede che se il titolo è già quotato in una Borsa, esso può essere quotato in un'altra Borsa dello stesso Stato, con esenzione parziale o totale dall'obbligo di pubblicare il prospetto, alla sola condizione che sia già stato pubblicato un prospetto conforme alla direttiva; persino nel caso del c.d. *upgrading* (quotazione, su domanda, in Borsa di un titolo proveniente da un secondo mercato dello stesso Stato), è prevista un'esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto in presenza di un arco temporale di negoziazioni nel mercato di provenienza di almeno due anni e, a giudizio dell'autorità, di informazioni equivalenti a quelle richieste dalla direttiva.

In linea con la logica delle citate previsioni comunitarie è pertanto la previsione che non debba essere pubblicato un nuovo prospetto nel caso di ammissione senza domanda in un mercato regolamentato (non Borsa) di titoli già negoziati in un altro mercato regolamentato, con la sola condizione che il prospetto sia stato originariamente pubblicato e che il suo contenuto fosse conforme alle norme vigenti, che in Italia sono coerenti con la disciplina indicata dalla direttiva anche in casi in cui questa non sarebbe applicabile.

Le direttive di più recente emanazione (*market abuse*) o in fase di avanzata predisposizione superano la distinzione tradizionale tra Borsa e altri mercati regolamentati e riconoscono il fenomeno dei mercati regolamentati con ammissione senza domanda in connessione alla quotazione nei quali l'emittente non è soggetto ad alcun obbligo aggiuntivo.

Alla luce delle considerazioni svolte, le modifiche regolamentari proposte rendono attuabile, stante la compatibilità con l'ordinamento vigente, l'ammissione a quotazione/negoziazione in un mercato regolamentato di strumenti finanziari senza il consenso dell'emittente, nel caso in cui i medesimi strumenti finanziari siano già quotati/negoziati in un mercato regolamentato italiano.

Costituisce ulteriore conseguenza delle considerazioni svolte che la permanenza della quotazione/negoziazione di strumenti finanziari senza domanda dell'emittente ha come sua condizione necessaria la quotazione/negoziazione dei medesimi strumenti finanziari in un mercato regolamentato italiano con il consenso dell'emittente stesso.

2. In presenza di un'evoluzione delle modalità di organizzazione degli scambi su mercati finanziari che dà luogo a una nuova forma di concorrenza fra mercati regolamentati ben possono essere utilizzabili quegli spazi che la normativa primaria vigente consente, rimuovendo eventuali ostacoli presenti in norme regolamentari redatte quando ancora tale forma di concorrenza fra mercati non si era prospettata. Il favore verso una concorrenza tra mercati è infatti certamente uno dei principi ispiratori della disciplina del TUF sulla materia.

Rimane ovviamente fermo per la Consob il compito, ad essa spettante ai sensi dell'art. 63 del TUF, di verificare, al momento del rilascio dell'autorizzazione, che le regole dei nuovi mercati, oltre a prevedere la possibilità di ammissione senza richiesta dell'emittente, assicurino "la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori".

PARTE SECONDA

A. REGOLAMENTO EMITTENTI

PARTE I FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI

(...)

Art. 2 (Definizioni)

1. Nel presente regolamento si intendono per:

(...)

a bis) "borsa": i mercati regolamentati, ovvero i relativi comparti, nei quali l'ammissione a quotazione risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE;

b)"società di gestione del mercato": la società che gestisce il mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni **su domanda degli emittenti**;

(...)

OSSERVAZIONI

Nessuna osservazione è stata presentata riguardo alla definizione di "borsa". Essa trae spunto dall'esigenza di delineare con certezza ed univocità l'ambito di applicazione degli obblighi d'informazione societaria che variano in funzione della circostanza che gli emittenti siano quotati in borsa ovvero in mercati regolamentati diversi da quest'ultima.

Allo stesso fine il documento di consultazione proponeva una modifica della definizione di "società di gestione del mercato" diretta a circoscriverne la portata alle sole società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti.

In proposito, è stato osservato che non si ritiene appropriato limitare la definizione di società di gestione e viene proposto, in alternativa, d'introdurre una norma che chiarisca come l'adempimento degli obblighi d'informativa societaria sia dovuto soltanto nei confronti di quella società che gestisce il mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti.

E' stato, anche, suggerito di introdurre un'apposita definizione dedicata alle società di gestione del mercato che adottino processi di ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti, con la precisazione che tale ammissione non comporta obblighi aggiuntivi per gli emittenti.

CONSIDERAZIONI

In proposito occorre ribadire, da un lato, che sul piano degli obblighi d'informativa a carico degli emittenti quotati le società di gestione dei mercati nei quali gli strumenti finanziari sono ammessi a quotazione senza domanda degli emittenti non svolgono alcun ruolo e, dall'altro, che tutte le norme del regolamento emittenti che prevedono obblighi dell'emittente nei confronti della società di gestione si riferiscono alle società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni col consenso degli emittenti.

La proposta di modificare la definizione di società di gestione contenuta nel regolamento emittenti tende proprio a sottolineare tale differenza di ruoli e risponde ad esigenze di semplificazione nel processo di revisione del medesimo regolamento. Di contro, l'eventuale accoglimento delle proposte formulate in sede di consultazione potrebbe generare incertezza circa l'ambito di applicazione degli obblighi d'informativa societaria, oppure

imporrebbe di modificare tutte le norme del regolamento emittenti che menzionano il rapporto tra emittenti quotati e società di gestione.

Ciò posto, è stata adottata la modifica all'art. 2 nella stessa versione che ha formato oggetto di consultazione.

(...)

PARTE III EMITTENTI

TITOLO I PROSPETTO DI QUOTAZIONE

CAPO I DISPOSIZIONI GENERALI

(...)

Art. 57

(Esenzione dalla redazione del prospetto)

(...)

3. Qualora un emittente τ con azioni negoziate ~~da almeno due anni~~ in un mercato regolamentato italiano τ presenti la domanda per la quotazione in altro mercato regolamentato italiano delle azioni o di altri strumenti finanziari, la Consob può esentare, in tutto o in parte, l'emittente dalla redazione del prospetto se lo stesso abbia già pubblicato un prospetto contenente informazioni equivalenti a quelle dell'Allegato 1B.

(...)

CONSIDERAZIONI

Sebbene non siano stati mossi rilievi nei confronti della proposta di modifica si è ritenuto di riformulare la norma regolamentare in maniera da rendere ancora più evidente il principio secondo cui non deve essere pubblicato un nuovo prospetto qualora l'ammissione senza domanda in un mercato regolamentato diverso dalla borsa riguardi titoli già negoziati in un altro mercato regolamentato e sia già stato pubblicato un prospetto conforme alla direttiva n. 2001/34/CE. Nella stessa norma è stato poi enucleato, in termini sostanzialmente conformi alla precedente disciplina, il caso dell'ammissione in borsa di strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani diversi dalla borsa.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 57, comma 3:

Art. 57

(Esenzione dalla redazione del prospetto)

(...)

3. Nell'ipotesi di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato diverso da una borsa di strumenti finanziari già negoziati in un mercato regolamentato italiano, non è richiesta la pubblicazione di un nuovo prospetto quando l'emittente vi abbia già provveduto in occasione della precedente ammissione. Nell'ipotesi di ammissione alle negoziazioni in borsa, la Consob può esonerare in tutto o in parte dalla redazione del prospetto, anche avendo riguardo ai criteri previsti dalla disciplina comunitaria, l'emittente con strumenti finanziari negoziati in un altro mercato regolamentato italiano che abbia già pubblicato un prospetto contenente informazioni equivalenti a quelle dell'allegato 1B.

(...)

(...)

Capo III
ammissione a quotazione
preceduta da sollecitazione all'investimento

(...)

Art. 64- bis
(Modalità per l'ammissione)

1. Nell'ipotesi di ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti di strumenti finanziari già ammessi alla quotazione in un altro mercato regolamentato italiano non è richiesta la pubblicazione di un prospetto.

OSSERVAZIONI

E' stato proposto di ampliare la tipologia di strumenti per i quali è possibile l'ammissione in assenza di domanda dell'emittente, così da includervi anche le emissioni che avvengono senza prospetto (titoli di Stato esteri e di Enti sovranazionali). E' stato suggerito anche di estendere tale ampliamento agli strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati comunitari, prevedendo che la responsabilità di assicurare l'informativa al mercato e alla Consob, in questo caso, sia a carico della società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni senza il consenso degli emittenti.

Per evitare che la società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni senza il consenso degli emittenti possa ammettere alle negoziazioni un titolo addirittura prima dell'inizio delle negoziazioni nel mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni col consenso degli emittenti, è stato inoltre proposto di prevedere un intervallo di tempo tra le due ammissioni, in senso analogo alla proposta di direttiva sul prospetto che subordina l'ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti (con esenzione dal prospetto) al fatto che i titoli siano negoziati in un altro mercato regolamentato da almeno 18 mesi.

CONSIDERAZIONI

La prima proposta relativa all'ammissione di titoli di Stati esteri può essere condivisa limitatamente ai titoli emessi da Stati membri dell'UE, per i quali non è previsto l'obbligo di prospetto. Al contrario, per quanto riguarda i titoli di Stato extraeuropei e di Enti sovranazionali la disciplina comunitaria richiede la pubblicazione di un prospetto e tale circostanza è incompatibile con l'ammissione senza il consenso dell'emittente. Per quanto riguarda infine gli strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati comunitari tale possibilità è esclusa per la considerazione che l'avvio delle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano è comunque subordinato al riconoscimento del prospetto e che a seguito di esso l'emittente assumerebbe lo *status* di "emittente quotato" con la conseguente applicabilità degli art. 114 e 115. Tutto ciò comporta per l'emittente oneri aggiuntivi, sia concreti che potenziali, che rendono imprescindibile il consenso e la cooperazione di quest'ultimo ai fini dell'ammissione in un mercato regolamentato italiano.

Ciò premesso, si osserva che l'accoglimento della proposta di quotazione di titoli emessi da Stati dell'UE non sembra rendere necessaria un'apposita modifica regolamentare e, in particolare, la modifica dell'art. 64- bis. Quest'ultima norma, infatti, ha lo scopo di escludere la pubblicazione di un prospetto di quotazione per i titoli per i quali tale prospetto è già stato pubblicato all'atto dell'ammissione su domanda, per cui in essa non troverebbe spazio l'ipotizzata estensione dell'ammissione alle negoziazioni di titoli per i quali non è prevista la pubblicazione di un prospetto.

La proposta avanzata dagli operatori potrà quindi trovare accoglimento attraverso l'approvazione di un'apposita previsione in tal senso del regolamento del mercato.

La proposta di prevedere un periodo "interlocutorio" tra le due ammissioni presenta diversi risvolti positivi: il periodo "interlocutorio" favorirebbe infatti la stabilizzazione dei prezzi di mercato e consentirebbe di verificare se e in che modo l'emittente i cui strumenti finanziari sono stati ammessi alle negoziazioni su sua iniziativa ottempererà agli obblighi connessi allo *status* di società quotata, così da facilitare la valutazione riguardante l'opportunità di ammetterne unilateralmente gli strumenti finanziari da parte di altra società di gestione.

Peraltro, la previsione di un periodo "interlocutorio" predefinito nel regolamento emittenti risulta comunque sconsigliabile considerata anche la molteplicità delle tipologie di strumenti finanziari, per ciascuna delle quali occorrerebbe fissare periodi differenti.

Da qui l'opportunità di lasciare alla società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni senza il consenso degli emittenti l'onere di stabilire nel proprio regolamento di mercato la durata di tale periodo di tempo, ovvero di prevedere presupposti sostanzialmente equivalenti a quest'ultimo, come ad esempio il raggiungimento di una determinata soglia di liquidità degli scambi e di stabilità dei prezzi. Il controllo preventivo sul regolamento del mercato consentirà alla Consob di verificare che tali presidi siano concretamente idonei ad assicurare il regolare funzionamento del mercato e la tutela degli investitori.

Ciò considerato, riguardo alle osservazioni formulate, si ritiene comunque, per le ragioni di coerenza sistematica illustrate nella premessa, riformulare l'articolo in esame, onde sottolineare che, sul piano informativo, nel caso di specie è sufficiente la pubblicazione del prospetto effettuata all'atto dell'ammissione su domanda e l'adempimento degli obblighi informativi connessi allo *status* di emittente con strumenti finanziari quotati.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 64- *bis*

Art. 64- *bis*
(*Modalità per l'ammissione*)

1. Nell'ipotesi di ammissione alle negoziazioni senza domanda degli emittenti di strumenti finanziari già negoziati in un mercato regolamentato italiano, non è richiesta la pubblicazione di un nuovo prospetto quando la stessa sia già stata effettuata dall'emittente in occasione della precedente ammissione.

TITOLO II
INFORMAZIONE SOCIETARIA

(...)

CAPO II
COMUNICAZIONI AL PUBBLICO

SEZIONE I
INFORMAZIONE SU FATTI RILEVANTI

Art. 66
(*Fatti rilevanti*)

(...)

7. Allorché il prezzo di mercato degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto a quello ufficiale del giorno precedente, in presenza di notizie di pubblico dominio non diffuse ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti tali strumenti finanziari ovvero l'andamento dei loro affari, gli emittenti stessi informano senza indugio il pubblico circa la veridicità delle notizie, integrandone o correggendone il contenuto, ove necessario, al fine di ripristinare condizioni di correttezza informativa.

* * *

Premesso che l'art. 66 non aveva formato oggetto di proposte di modifica da parte della Consob, nel corso delle consultazioni diversi operatori hanno manifestato il timore che l'introduzione di mercati regolamentati concorrenti potesse aggravare l'onere dell'emittente di monitorare costantemente l'andamento dei propri titoli. Tra le norme connesse a tale attività di monitoraggio degli emittenti rileva in particolare l'art. 66, comma 7, che obbliga l'emittente a informare senza indugio il pubblico circa la veridicità di eventuali *rumors* allo scopo di ripristinare le condizioni di correttezza informativa.

L'art. 66, comma 7, subordina infatti l'obbligo d'intervento a carico dell'emittente al presupposto della variazione del "prezzo di mercato" degli strumenti finanziari in misura rilevante rispetto a quello "ufficiale" del giorno precedente. Risulta evidente che il tenore testuale della norma citata rifletta uno scenario destinato a mutare significativamente a seguito della presenza di più mercati in cui lo stesso titolo è negoziato, in quanto sarà possibile individuare più prezzi di mercato per ciascuno strumento finanziario.

Ne consegue che, lasciando immutata la disposizione in commento, l'emittente sarebbe tenuto a monitorare anche l'andamento dei propri strumenti finanziari nei mercati regolamentati in cui gli stessi siano stati ammessi alle negoziazioni senza il suo coinvolgimento, con effettivo aggravio degli oneri a suo carico.

E' sembrato pertanto opportuno modificare l'art. 66, comma 7, al fine di precisare che l'obbligo di commento dei *rumors* sorge soltanto nell'ipotesi di variazioni rilevanti del prezzo formatosi nel mercato in cui gli strumenti finanziari sono stati ammessi alle negoziazioni col consenso dell'emittente.

A diverse conclusioni si deve pervenire per ciò che attiene al disposto dell'art. 69, comma 3, lettera b) del regolamento emittenti concernente l'ipotesi di "*sensibile variazione del prezzo di mercato di strumenti finanziari oggetto di studi e statistiche*". In tal caso infatti, a differenza di quanto osservato in merito all'art. 66, comma 7, non sembra necessario procedere alla modifica della disposizione regolamentare sopra indicata in quanto, mentre riguardo ai *rumors* l'obbligo di commento sorge direttamente in capo all'emittente, nel caso degli studi e delle statistiche la sensibile variazione del prezzo di mercato fa sì che la Consob abbia facoltà di richiedere all'emittente la diffusione di un commento concernente le notizie in merito al contenuto dello studio o della statistica.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 66, comma 7:

Art. 66
(Fatti rilevanti)

(...)

7. Allorché **nel mercato nel quale sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti** il prezzo di mercato degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto a quello ufficiale del giorno precedente, in presenza di notizie di pubblico dominio non diffuse ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti tali strumenti finanziari ovvero l'andamento dei loro affari, gli emittenti stessi informano senza indugio il pubblico circa la veridicità delle notizie, integrandone o correggendone il contenuto, ove necessario, al fine di ripristinare condizioni di correttezza informativa.

Art. 67
(Compiti della società di gestione del mercato)

1. La società di gestione del mercato può stabilire, con il regolamento previsto dall'articolo 62 del Testo Unico:

(...)

b) modalità di comunicazione al mercato da parte delle società quotate e di informazione del pubblico diverse da quelle indicate, rispettivamente, all'articolo 35, comma 2, e all'articolo 66, comma 1, purché idonee a garantire un uguale grado di diffusione **e immediatezza** delle informazioni, **nonché l'accesso ad esse da parte di società di gestione dei mercati in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti.**

(...)

OSSERVAZIONI

E' stato proposto di stabilire a carico delle società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti l'obbligo (in luogo della sola facoltà) di dare accesso alle informazioni ricevute dall'emittente alla società del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni unilateralmente.

Sotto il profilo del coordinamento con l'art. 66, comma 3, del regolamento emittenti, è stato poi chiesto se occorra fare riferimento al momento della ricezione del comunicato da parte della società di gestione che ha ammesso a quotazione su richiesta dell'emittente ovvero al momento della successiva trasmissione dello stesso comunicato alle agenzie di stampa.

CONSIDERAZIONI

In realtà, il primo rilievo si fonda su un'errata interpretazione del tenore testuale della proposta formulata dalla Consob, in quanto l'espressione "nonché l'accesso (...)" contenuta nell'art. 67, comma 1, lettera b), non si ricollega alla facoltà riconosciuta dal primo capoverso dello stesso articolo (" La società di gestione del mercato

può stabilire...modalità di comunicazione al mercato da parte delle società quotate e di informazione del pubblico diverse..."), bensì alla previsione - contenuta nello stesso art. 67, comma 1, lettera b)- che subordina l'esercizio di detta facoltà a due presupposti: il primo è che le modalità di comunicazione alternative siano "idonee a garantire un uguale grado di diffusione e immediatezza delle informazioni", il secondo è - appunto - che l'accesso a tali modalità di comunicazione sia garantito anche alle società di gestione dei mercati in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti.

Le modifiche proposte dalla Consob obbligano quindi la società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono stati ammessi alle negoziazioni per volontà dell'emittente a far sì che anche le altre società di gestione possano avere accesso al sistema di diffusione delle informazioni societarie su base commerciale. La sua fruizione da parte delle società di gestione concorrenti, pertanto, risulterà subordinata al pagamento di tariffe al pari degli altri soggetti che vi hanno accesso.

Con riferimento al coordinamento della norma in esame con l'art. 66, comma 3, si è ritenuto che l'assenza di rapporto tra l'emittente e la società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi unilateralmente rende superflua la conoscenza del comunicato quindici minuti prima della sua diffusione alle agenzie di stampa: detta società di gestione, infatti, non ha la possibilità di cooperare con l'emittente per definire il contenuto del comunicato.

La descritta tempistica dell'inoltro dei comunicati alla società di gestione concorrente si ricava implicitamente dal fatto che la proposta di modifica regolamentare equipara quest'ultima agli altri soggetti che hanno accesso al sistema di diffusione delle informazioni societarie gestito dalla società di gestione che ha ammesso i titoli a quotazione su domanda dell'emittente. Di conseguenza, ricevuto il comunicato contemporaneamente alle agenzie di stampa, la società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti dovrà soltanto valutare se sussistono le condizioni per la sospensione delle negoziazioni.

Ciò posto, è stata adottata la modifica all'art. 67, comma 1, lettera b) nella stessa versione che ha formato oggetto di consultazione.

(...)

CAPO VIII STRUMENTI FINANZIARI AMMESSI ALLE NEGOZIAZIONI IN ASSENZA DI DOMANDA DEGLI EMITTENTI

Art. 116- ter

(Compiti della società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni)

1. La società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti:

a) al fine dello svolgimento dei compiti di cui all'articolo 64, comma 1, lettere b), c) e f) del Testo Unico, acquisisce le informazioni trasmesse dagli emittenti ai sensi del presente Titolo;

b) dà comunicazione al pubblico della messa a disposizione da parte degli emittenti della documentazione prevista alle Sezioni II e III del Capo II del presente Titolo.

OSSERVAZIONI

E' stato proposto d'introdurre l'obbligo per la società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni senza il consenso degli emittenti di informare l'emittente del provvedimento di ammissione alle negoziazioni.

CONSIDERAZIONI

La proposta, che ricalca una previsione inserita nella proposta di revisione della ISD, può essere accolta perché tutela maggiormente l'emittente, mettendolo in grado di conoscere tempestivamente in quali mercati sono negoziati i suoi titoli. Peraltro, al fine di rafforzare il coordinamento tra le società di gestione, sembra opportuno che tale comunicazione sia trasmessa anche alla società di gestione del mercato nel quale gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda dell'emittente .

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 116- ter:

Art. 116- ter
(Compiti della società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni)

1. La società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti:

a) entro il giorno antecedente l'inizio delle negoziazioni ne dà notizia all'emittente e alla società di gestione del mercato in cui gli strumenti finanziari sono stati ammessi su domanda;

b) al fine dello svolgimento dei compiti di cui all'articolo 64, comma 1, lettere b), c) e f) del Testo Unico, acquisisce le informazioni trasmesse dagli emittenti ai sensi del presente Titolo;

c) dà comunicazione al pubblico della messa a disposizione da parte degli emittenti della documentazione prevista alle Sezioni II e III del Capo II del presente Titolo.

* * *

B. REGOLAMENTO SUI MERCATI

(...)

TITOLO II
DISCIPLINA DEI MERCATI REGOLAMENTATI

(...)

CAPO II
OBBLIGHI DI ESECUZIONE DELLE NEGOZIAZIONI
NEI MERCATI REGOLAMENTATI

Art. 6
(Definizioni)

1. Nel presente Capo l'espressione:

(...)

c) «mercati regolamentati» indica:

- ~~la borsa valori;~~

- ~~il mercato ristretto;~~

- ~~gli altri~~ mercati iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 63, comma 2, del Testo Unico e nella sezione speciale dello stesso elenco, come previsto dall'articolo 67, comma 1, del Testo Unico;

d) «blocco» indica un ordine avente ad oggetto un quantitativo di:

(...)

2) azioni o altri titoli rappresentativi di capitale di rischio il cui controvalore sia non inferiore a:

- 150 mila euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi **complessivamente** avvenuti nei mercati regolamentati italiani sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulta inferiore a 1,5 milioni di euro;

- 250 mila euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi **complessivamente** avvenuti nei mercati regolamentati italiani sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulta compreso tra 1,5 e 3 milioni di euro;

- 500 mila euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi **complessivamente** avvenuti nei mercati regolamentati italiani sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulta compreso tra 3 e 10 milioni di euro;

- 1,5 milioni di euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi **complessivamente** avvenuti nei mercati regolamentati italiani sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulta superiore a 10 milioni di euro.

(...)

~~f) «orario ufficiale di negoziazione»: l'orario di funzionamento dei mercati regolamentati italiani, nonché dei relativi comparti, rispetto ai quali è prevista la determinazione del prezzo ufficiale;~~

f) «orario di operatività dei mercati regolamentati» indica, per ciascun strumento finanziario, il periodo di tempo nel quale risulta aperto almeno uno dei mercati regolamentati in cui tale strumento è negoziato.

OSSERVAZIONI

In merito alla definizione di "blocco" contenuta nel comma 1, lett. d), è stato evidenziato il rischio di difformità nella nozione di "controvalore delle negoziazioni" adottata da ciascuna società di gestione italiana: nella prassi internazionale, infatti, sono adottati criteri differenti per il computo del controvalore. Al riguardo è stato quindi, da un lato, proposto di stabilire nel regolamento mercati una nozione univoca di controvalore che vincoli tutte le società di gestione e, dall'altro, è stato chiesto di chiarire quale sia la soglia per i titoli di nuova quotazione.

Inoltre, in merito alla nuova definizione di "orario di operatività dei mercati", è stato suggerito di adeguare alla nuova definizione l'art. 32, comma 4, del regolamento intermediari, il quale fa ancora riferimento alla nozione di "orario ufficiale di negoziazione".

CONSIDERAZIONI

E' apparsa condivisibile l'esigenza di uniformità dei parametri per computare il controvalore delle negoziazioni, tanto ai fini della definizione di blocco, quanto ai fini degli adempimenti previsti dall'art. 9, commi 2 e 3, del regolamento mercati. Tuttavia, considerato che la prassi è al riguardo mutevole, è sembrato opportuno perseguire l'uniformità dei criteri di calcolo verificando che tutti i regolamenti di mercato adottino la medesima nozione di controvalore delle negoziazioni ed eventualmente impartendo tali criteri tecnici nelle istruzioni Consob relative alle modalità di effettuazione delle comunicazioni; in tali istruzioni sarà anche chiarita la soglia per i titoli di nuova quotazione.

E' stato inoltre accolta l'osservazione di adeguare la nozione di "orario ufficiale di negoziazione" contenuta nell'art. 32, comma 4, del regolamento intermediari, con la nuova definizione "orario di operatività dei mercati", in quanto risponde a esigenze di armonizzazione dei regolamenti Consob. Ad essa si darà seguito in occasione della programmata revisione del regolamento intermediari.

Infine, si è ritenuto opportuno differenziare, nell'ambito delle definizioni, la nozione di "orario di operatività dei mercati" da quella di "orario giornaliero di funzionamento dei mercati regolamentati", così intendendo l'orario durante il quale gli operatori possono connettersi al sistema di negoziazione nel corso di ogni giornata. Le ragioni di tale ulteriore modifica verranno per comodità espositive illustrate nel commento all'art. 11 del regolamento mercati.

Tutto ciò premesso, ferma restando la proposta di modifica dell'art. 6 nel testo oggetto di consultazione, è stata aggiunta, dopo la lettera f), la lettera g) nella seguente versione:

g) «orario giornaliero di funzionamento» indica l'orario nel quale gli intermediari autorizzati possono stabilire una connessione con il sistema di negoziazione di un mercato regolamentato.

(...)

Art. 8
*(Condizioni di esclusione dell'obbligo di esecuzione
delle negoziazioni nei mercati regolamentati)*

(...)

4. Le negoziazioni di strumenti finanziari possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati nei sistemi di scambi organizzati previsti ai sensi dell'articolo 78 del Testo Unico, fuori dell'orario ~~ufficiale di~~ **negoziazioni di operatività dei mercati regolamentati**, anche in assenza delle condizioni indicate dai commi 1, 2 e 3.

OSSERVAZIONI

E' stato ribadito che il pieno ripristino dell'obbligo di concentrazione nell'ambito dell'orario di operatività di tutti i mercati regolamentati possa risultare eccessivamente penalizzante per gli SSO.

CONSIDERAZIONI

L'esistenza di più mercati regolamentati in cui si negoziano gli stessi strumenti finanziari a meno di non vulnerare sensibilmente il principio della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati rende difficoltosa l'applicazione della norma nella versione attualmente in vigore.

Nella mutata prospettiva di più mercati regolamentati gestiti da diverse società di gestione che ammettono alle negoziazioni i medesimi strumenti finanziari, è possibile che esse fissino diversi orari di operatività per la determinazione dei prezzi ufficiali. Ciò rende opportuno delimitare univocamente l'ambito di operatività del principio di concentrazione, in maniera da consentirne l'applicazione nei confronti di qualsiasi mercato regolamentato.

Art. 9
*(Casi di inapplicabilità dell'obbligo di esecuzione
delle negoziazioni nei mercati regolamentati)*

(...)

2. ~~La~~ **Ciascuna** società di gestione del mercato regolamentato italiano in cui sono trattati gli strumenti finanziari comunica alla Consob, anche in forma elettronica, entro il 30 aprile e il 31 ottobre di ciascun anno, l'elenco degli strumenti finanziari stessi con l'indicazione del relativo controvalore scambiato **nel mercato regolamentato da essa gestito** nei semestri decorrenti rispettivamente dal 1 ~~giugno~~ **ottobre** e dal 1 ~~dicembre~~ **aprile, nonché del relativo controvalore giornaliero medio.**

3. La Consob, entro 30 giorni dalle comunicazioni del comma 2, rende noto, per ciascun strumento finanziario, il controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti nei mercati regolamentati italiani.

OSSERVAZIONI

Nel concordare con la riduzione dei tempi di rilevazione indicati nel primo comma, è stato proposto di acquisire le informazioni dai gestori di mercato almeno entro i primi 15 giorni del mese di riferimento in modo da assicurare che la comunicazione dei nuovi quantitativi avvenga in tempi più ristretti.

CONSIDERAZIONI

E' condivisibile l'orientamento diretto ad abbreviare i tempi di rilevazione e di diffusione delle informazioni previste dall'art. 9, per cui si è ritenuto di accogliere la proposta di acquisire le informazioni dai gestori di mercato entro i primi 15 giorni del mese di riferimento. Nella stessa ottica, si è ritenuto di diminuire a 20 giorni il tempo intercorrente tra la ricezione delle comunicazioni e la loro successiva diffusione da parte della Consob.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 9, commi 2 e 3:

Art. 9
*(Casi di inapplicabilità dell'obbligo di esecuzione
delle negoziazioni nei mercati regolamentati)*

(...)

2. ~~La~~ **Ciascuna** società di gestione del mercato regolamentato italiano in cui sono trattati gli strumenti finanziari comunica alla Consob, anche in forma elettronica, entro il 15 aprile e il 15 ottobre di ciascun anno, l'elenco degli strumenti finanziari stessi con l'indicazione del relativo controvalore scambiato **nel mercato regolamentato da essa gestito** nei semestri decorrenti rispettivamente dal 1 giugno ~~ottobre~~ e dal 1 dicembre ~~aprile~~, **nonché del relativo controvalore giornaliero medio.**

3. La Consob, entro 20 giorni dalle comunicazioni del comma 2, rende noto, per ciascun strumento finanziario, il controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti nei mercati regolamentati italiani.

CAPO III
OBBLIGHI DI REGISTRAZIONE E COMUNICAZIONE
DELLE OPERAZIONI EFFETTUATE NEI MERCATI REGOLAMENTATI

(...)

Art. 11
*(Obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto
strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato
eseguite fuori da tale mercato)*

(...)

2. La comunicazione di cui al comma 1 è effettuata alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati italiani nei quali lo strumento finanziario è negoziato e nei quali opera l'intermediario. Qualora detti mercati non siano funzionanti, la comunicazione è effettuata alla società di gestione di un altro mercato regolamentato italiano nel quale lo strumento finanziario è negoziato.

(...)

4. Per le operazioni concluse fuori dell' ~~orario di contrattazione~~ **orario di operatività dei mercati regolamentati**, gli obblighi di comunicazione sono assolti entro ~~le ore 9,00 del giorno di mercato aperto~~ **il successivo inizio dell'orario di operatività degli stessi.**

(...)

OSSERVAZIONI

Sono state formulate osservazioni alle modifiche da apportare ai commi 2 e 4 dell'articolo in esame.

In termini generali, è stata criticata la frammentazione dell'obbligo di segnalazione ed è stato proposto che la Consob accentri le informazioni sui fuori mercato.

Inoltre, con riferimento alle modifiche al comma 2 proposte dalla Consob, sono stati segnalati i disagi che gli operatori subirebbero per il fatto di dovere inviare la comunicazione al mercato regolamentato "aperto" anche nell'ipotesi in cui non vi aderisca.

In merito al comma 4, è stato chiesto di chiarire in quali orari deve essere fatta la comunicazione e in particolare, è stato chiesto di specificare se il riferimento al successivo inizio dell'orario di operatività dei mercati previsto nel comma in esame riguarda l'inizio della fase di apertura o della negoziazione continua.

CONSIDERAZIONI

La frammentazione delle segnalazioni rappresenta una naturale conseguenza dell'esistenza di più mercati regolamentati in situazioni tra loro competitive e potrebbe essere evitata solo se si accogliesse la proposta di demandare ad un soggetto "terzo" (nella specie la Consob) il compito di raccogliere e diffondere in forma accentrata tali informazioni.

Tale soluzione non appare tuttavia percorribile e, d'altra parte, i costi legati all'eventuale accentramento delle comunicazioni ex art. 11 non troverebbero al momento giustificazione nei vantaggi che ne conseguirebbero sul piano della *price discovery*. Fin tanto che sussiste l'obbligo di concentrazione degli scambi, infatti, la frammentazione delle informazioni concernenti le operazioni fuori mercato non arreca pregiudizio sostanziale al processo di formazione dei prezzi. La concentrazione degli scambi, infatti, rende meno importante l'accentramento di tali informazioni.

E' invece condivisibile l'opinione secondo cui la modifica proposta dalla Consob determinerebbe rilevanti costi aggiuntivi a carico degli intermediari che, essendo privi di connessione telematica al mercato, sarebbero tenuti ad utilizzare canali di comunicazione alternativi. Oneri aggiuntivi graverebbero in quest'ipotesi anche sulla società di gestione, sia nella raccolta, sia nella diffusione di tali comunicati senza l'ausilio di sistemi automatizzati.

Pertanto, si ritiene utile riformulare la norma in maniera da riconoscere in ogni caso agli intermediari la facoltà di segnalare i fuori mercato alla società di gestione del mercato in cui gli stessi intermediari sono ammessi, anche quando ciò comporti il rinvio della segnalazione al momento in cui detto mercato è funzionante. Le ipotesi marginali concernenti le segnalazioni che devono essere effettuate dagli intermediari che non aderiscono ad alcun mercato regolamentato ricadono nella previsione del comma 3, primo periodo, del nuovo testo adottato: in questo caso, l'intermediario può effettuare la segnalazione ad uno dei mercati regolamentati nei quali lo strumento finanziario è negoziato.

L'esigenza di meglio specificare il periodo di tempo nel quale occorre effettuare le segnalazioni è stata perseguita introducendo nell'art. 6, comma 1, lettera g), la definizione di «orario giornaliero di funzionamento» e modificando corrispondentemente il comma 4 dell'art. 11.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 11:

Art. 11
*(Obblighi di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto
strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato
eseguite fuori da tale mercato)*

1. Per ogni singola negoziazione avente ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato eseguita fuori da tale mercato, gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di negoziazione comunicano ~~alla società di gestione interessata~~, entro il termine di quindici minuti dal momento dell'esecuzione, i seguenti elementi informativi:

- a) strumento finanziario oggetto dell'operazione;
- b) data e ora di esecuzione dell'operazione;
- c) tipo di operazione;
- d) prezzo unitario al netto delle eventuali commissioni;
- e) quantità;
- f) controparte;
- g) indicazione se l'operazione è stata conclusa per conto proprio o per conto terzi.

2. Nel caso in cui l'operazione sia conclusa tra intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di negoziazione, gli obblighi di comunicazione sono assolti dal solo venditore.

3. La comunicazione di cui al comma 1 è effettuata alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati italiani nei quali lo strumento finanziario è negoziato. Per le operazioni concluse fuori dell'orario di operatività dei mercati regolamentati, gli obblighi di comunicazione sono assolti dagli intermediari entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento degli stessi.

34. Gli intermediari ammessi alle negoziazioni in uno dei mercati di cui al comma 3 effettuano la comunicazione alla società di gestione del mercato nel quale sono ammessi. Per le operazioni concluse fuori dell'orario di contrattazione **giornaliero di funzionamento di detto mercato**, gli obblighi di comunicazione sono assolti ~~entro le ore 9,00 del giorno di mercato aperto immediatamente~~ **dagli intermediari ammessi alle negoziazioni entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento dello stesso mercato.**

45. Le comunicazioni sono effettuate con i mezzi e le modalità tecniche stabilite dalle società di gestione con il regolamento previsto dall'articolo 62 del Testo Unico.

56. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano agli intermediari esteri comunque autorizzati alla prestazione in Italia dei servizi di negoziazione limitatamente alle negoziazioni effettuate con o per conto di investitori residenti in Italia.

67. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alle negoziazioni aventi ad oggetto:

- titoli di Stato o garantiti dallo Stato, italiani ed esteri;
- titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati;
- spezzature;
- contratti a premio e ogni altro strumento finanziario derivato.

Art. 12

*(Messa a disposizione del mercato delle informazioni concernenti
le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione
eseguite fuori da tale mercato)*

(...)

2. Gli elementi informativi di cui al comma 1 sono messi a disposizione del mercato decorsi 60 minuti dall'ora di esecuzione dell'operazione. Limitatamente alle operazioni non aventi ad oggetto blocchi eseguite fuori dell'orario ~~ufficiale di negoziazione~~ **di operatività dei mercati regolamentati** nei sistemi di scambi organizzati previsti ai sensi dell'articolo 78 del Testo Unico, la società di gestione mette senza indugio a disposizione del mercato gli elementi informativi di cui al comma 1.

(...)

OSSERVAZIONI

Per differenziare meglio gli adempimenti degli operatori da quelli dei gestori del mercato è stato suggerito di prevedere che la diffusione avvenga decorsi 60 minuti dalla comunicazione e non dall'esecuzione dell'operazione.

CONSIDERAZIONI

L'accoglimento della proposta potrebbe determinare un allungamento dei tempi con cui sono comunicate agli investitori le operazioni eseguite fuori mercato: scopo dell'attuale disciplina, infatti, è, da un lato, di evitare che l'eventuale ritardo con cui gli intermediari comunicano l'operazione alla società di gestione si rifletta sul lasso temporale massimo che può intercorrere tra l'effettuazione dello scambio e la diffusione al pubblico della relativa informazione. Ciò in quanto una tempestiva - ancorché non immediata - informazione al pubblico sulle operazioni della specie è essenziale per la trasparenza del processo di formazione dei prezzi.

Con riferimento alla norma in esame va poi osservato che l'introduzione della definizione di "orario giornaliero di funzionamento" rende opportuno, da un lato, impiegare tale definizione anche nell'art. 12, comma 3, in luogo della espressione "chiusura delle negoziazioni" e, dall'altro lato, eliminare il secondo periodo dell'art. 12, comma 2, nella versione che ha formato oggetto di consultazione, in quanto l'ipotesi ivi contemplata resterebbe assorbita dalla previsione contenuta nel menzionato comma 3 dell'art. 12.

Ciò posto, è stata adottata la seguente versione dell'art. 12, commi 2 e 3:

Art. 12

*(Messa a disposizione del mercato delle informazioni concernenti
le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione
eseguite fuori da tale mercato)*

(...)

2. Gli elementi informativi di cui al comma 1 sono messi a disposizione del mercato decorsi 60 minuti dall'ora di esecuzione dell'operazione.

3. Gli elementi informativi concernenti le operazioni concluse dopo ~~la chiusura delle negoziazioni~~ **l'orario giornaliero di funzionamento** o per le quali la scadenza dei termini di cui al comma 2 interviene dopo ~~la chiusura delle negoziazioni~~ **l'orario giornaliero di funzionamento** sono ~~comunque~~ messi a disposizione del mercato prima della successiva apertura delle negoziazioni.

* * *

L'entrata in vigore delle modifiche apportate al regolamento emittenti e al regolamento mercati è stata fissata nel 1° luglio 2003.

PARTE TERZA

ARTICOLO 106, COMMA 2, DEL TUF E ARTICOLI 47 E 50 DEL REGOLAMENTO EMITTENTI

Nell'ipotesi di negoziazione di uno strumento finanziario in più mercati regolamentati italiani, si pone anche l'esigenza di valutare il significato da attribuire alla nozione di " *prezzo di mercato*" contenuta in altre disposizioni del regolamento emittenti: art. 47 (che nei casi in cui è consentito offrire strumenti finanziari quale corrispettivo di un'offerta obbligatoria impone che gli stessi siano valutati " *ad un prezzo non superiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi*") e art. 50 (che tra gli elementi di regola presi in considerazione dalla Consob per determinare il prezzo dell'opa residuale contempla anche il " *prezzo medio ponderato di mercato dell'ultimo semestre*").

Per definire il significato da attribuire, nella fattispecie esaminata, alle suddette previsioni regolamentari, emanate dalla Consob in attuazione degli artt. 106 e ss. del TUF, è altresì necessario, per ragioni di logica e di coerenza sistematica tra le diverse fonti, interpretare la norma primaria di cui all'art. 106, comma 2, del citato decreto, nella parte in cui stabilisce che il prezzo a cui deve essere promossa l'offerta pubblica di acquisto totalitaria non possa essere inferiore " *alla media aritmetica fra il **prezzo medio ponderato di mercato** degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie*".

Al riguardo si ritiene di poter attribuire alla nozione di " *prezzo di mercato*" richiamata dal citato art. 106, comma 2, un significato ampio, includendovi cioè tutti i prezzi fatti registrare dalle azioni interessate dall'obbligo di offerta sui mercati regolamentati, compresi quelli del mercato in cui l'ammissione alle negoziazioni sia avvenuta senza il consenso degli emittenti.

L'interpretazione di cui sopra è, infatti, conforme alla *ratio* dell'art. 106, comma 2, del TUF, di contemperare l'esigenza di tutela degli azionisti di minoranza nel caso in cui avvenga un significativo mutamento dell'assetto proprietario della società interessata con quella di non *frustrare* la contendibilità del controllo rendendone eccessivamente oneroso il relativo trasferimento, indicando quale prezzo dell'OPA obbligatoria quello ottenuto dalla media tra il prezzo più alto pagato e il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi: l'interpretazione in esame appare pertanto maggiormente aderente alle finalità della norma in quanto consente di tenere conto, ai fini di tale calcolo, di tutti i prezzi rilevati nei mercati regolamentati ove il titolo risulta effettivamente negoziato.

Tale interpretazione risulta, del resto, coerente anche con la scelta effettuata dal legislatore nel Testo Unico di prevedere la possibilità di istituzione di più mercati regolamentati, facenti capo a diverse società di gestione del mercato.

Ciò posto si ritiene che l'interpretazione data possa essere estesa anche alle previsioni degli articoli 47 e 50 del regolamento emittenti, senza necessità di modifica delle norme stesse.

