

NOTA TECNICA

ART. 95, COMMA 2, DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA - DISPOSIZIONI IN MATERIA DI REGOLAMENTAZIONE DELLE PRATICHE DI STABILIZZAZIONE DELLE QUOTAZIONI IN OCCASIONE DELLE OFFERTE PUBBLICHE DI VENDITA (Dicembre 1998)

1. Profili generali

- 1.1 L'integrità del mercato è il fine perseguito in generale dalla disciplina anti *insider trading* e manipolazione. Tali norme, quindi, vietano comportamenti che possono contrastare con il regolare funzionamento del mercato: non è in via generale consentito operare sulla base di informazioni privilegiate ovvero effettuare operazioni di mercato con il solo scopo di dare l'impressione di un mercato attivo.
- 1.2 Le regole relative alle modalità di prestazione dei servizi di investimento mobiliare prevedono l'esistenza di barriere organizzative (*Chinese Walls*) volte ad impedire che funzioni diverse (ad esempio quelle di negoziazione e quelle dedicate al *corporate finance*), all'interno di uno stesso intermediario, possano scambiarsi informazioni riservate e che, su tali basi, possano risultare irregolari vantaggi.
- 1.3 I citati divieti e le regole organizzative in quanto norme a carattere generale si applicano in qualunque caso e, quindi, anche in circostanze particolari quali lo svolgimento di un offerta pubblica di vendita. Conseguentemente occorre chiedersi se sia necessario individuare specifiche norme di comportamento sul mercato al cui rispetto sono tenuti i partecipanti ad un'OPV.
- 1.4 Quattro sembrano essere le ragioni per adottare norme specifiche di comportamento sul mercato in pendenza di OPV:
 - a) nella particolare situazione di mercato che può determinarsi dopo l'annuncio dell'OPV e prima della fissazione del prezzo e successivamente alla conclusione dell'offerta può non essere facile tracciare una linea di confine tra la manipolazione e la stabilizzazione¹;

¹ In breve si definisce come stabilizzazione il processo di fissazione dei prezzi con il solo scopo di prevenire o ritardare il ribasso dei corsi causato dall'improvviso aumento della quantità di titoli immessa sul mercato; in altre parole è da ritenere comportamento lecito l'intervento degli stabilizzatori finalizzato all'assorbimento dell'eccesso della pressione in vendita (per un più approfondito esame dell'argomento cfr. Robert A. Schwartz, *Reshaping The Equity Markets*, Business One Irwin, 1993, pagg. 208 e ss.)

b) le regole, inoltre, suppliscono all'inadeguatezza delle *Chinese Walls* che hanno mostrato, in più occasioni, di non funzionare in pieno;

c) agevolano l'attività di vigilanza da parte delle autorità di controllo

d) danno certezza agli intermediari che possono operare, attenendosi ai principi indicati, senza temere di violare la normativa sull'*insider trading* e sulla manipolazione.

1.5 Le possibili misure di intervento possono includere:

a) un divieto assoluto di operare sul mercato in pendenza dell'OPV;

b) limiti all'operatività

c) obblighi di *reporting* all'autorità di controllo:

d) obblighi di *disclosure*;

1.6 L'esigenza di bilanciare le restrizioni per gli operatori con la necessità di non assumere misure che possano ridurre la liquidità del mercato, impone di escludere l'applicabilità del divieto di cui al punto a); per le altre misure, che potrebbero considerarsi anche alternative, sembra, tuttavia, opportuno prevedere un approccio congiunto. E' da tali considerazioni che trae spunto la normativa attualmente vigente che prevede, in modo congiunto, regole riferibili ai tre citati punti b), c) e d).

2) La disciplina attualmente vigente

Il regolamento n. 6237/92 in attuazione dell'art. 6, comma 4, della legge n. 149/92², considera in sintesi i seguenti punti.

2.1 le regole di condotta si applicano durante:

"**periodo dell'offerta**": intercorrente tra la data di inizio e la data di chiusura del collocamento;
"**periodo precedente l'offerta**" relativo ai quindici giorni precedenti la data di inizio del

² Al fine di assicurare l'integrità del mercato in pendenza di un'offerta pubblica di vendita l'art. 6, comma 4, della legge n. 149/92 attribuiva alla Consob il compito di stabilire con regolamento le regole che le società offerenti, le società del gruppo ed i membri del consorzio di collocamento (di seguito partecipanti all'offerta) dovevano osservare nell'operare sul mercato secondario dei titoli oggetto del collocamento ed in quelli precedenti e susseguenti. La Consob ha dato attuazione a tale disposizione con il regolamento n. 6237/92, che resterà in vigore sino all'approvazione del regolamento di cui all'art.92, comma 2 del T.U.

In considerazione dell'elevato rischio di irregolarità per il mercato e della conseguente maggiore esigenza di tutela degli investitori durante lo svolgimento di collocamenti effettuati con OPV il citato regolamento prevede in generale limitazioni all'attività di negoziazione sul mercato, obblighi di *reporting* alla Consob e obblighi di *disclosure* al mercato.

collocamento;

"**periodo susseguente l'offerta**" intercorrente tra la data di chiusura del collocamento e il trentesimo giorno successivo alla chiusura, in caso di un titolo già quotato, e il trentesimo giorno successivo all'inizio delle negoziazioni, nel caso di IPO.

2.2 In tutti i citati periodi i soggetti partecipanti all'offerta:

- possono effettuare operazioni di mercato sui titoli offerti solo tramite una società appositamente incaricata.
- non possono effettuare operazioni fuori mercato;
- non possono fare operazioni a termine.

2.3 Nel periodo dell'offerta e in quello precedente la società incaricata non può, per conto dei predetti soggetti, effettuare vendite e può effettuare operazioni di acquisto solo se:

- 1.a in controtendenza;
- 1.b per quantitativi giornalieri non superiori al 25% del quantitativo giornaliero medio scambiato nei quindici giorni precedenti.

Nel periodo susseguente l'offerta la società incaricata può:

- 2.a effettuare acquisti solo se in controtendenza e comunque ad un prezzo che, nel primo giorno di quotazione, non può essere superiore al prezzo di offerta;
- 2.b effettuare vendite solo per quantità acquistate ai sensi del punto 1 e in controtendenza.

2.4 Per quanto concerne le esenzioni si rileva che:

a) i membri del consorzio di collocamento autorizzati a svolgere attività di intermediazione possono comunque effettuare operazioni di acquisto e vendita senza i citati limiti purché le operazioni risultino pareggiate nella stessa giornata.

b) le limitazioni sono estese ai prodotti derivati connessi con i titoli oggetto di offerta; i partecipanti all'offerta infatti non possono effettuare per proprio conto operazioni di compravendita di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati al titolo oggetto di offerta; è consentito tuttavia il c.d. "*trading* passivo"; i membri del consorzio anche *market maker* infatti, oltre a poter effettuare operazioni di contratti ISOalfa relativi al titolo offerto a proposte che non si discostino significativamente da quelle di mercato, possono effettuare operazioni di acquisto e di vendita degli stessi titoli oggetto di offerta limitatamente alle esigenze di copertura delle posizioni aperte nello svolgimento dell'attività di *market maker* sui contratti ISOalfa relativi al titolo e sui contratti MIBO30 e su eventuali covered warrant quotati nei mercati regolamentati.

2.5 Per quanto concerne gli obblighi di informazione, i soggetti offerenti devono, prima di tutto, dare comunicazione nel prospetto dell'eventuale intenzione di effettuare operazioni di compravendita di azioni oggetto di offerta. Prima dell'inizio del collocamento la società incaricata deve comunicare al pubblico i dati relativi all'operatività effettuata nel periodo precedente l'offerta, mediante comunicato alla Consob, alla società di gestione e ad almeno due agenzie di stampa. Alla scadenza del periodo susseguente con le stesse modalità la società deve dare riassuntiva notizia dell'operatività svolta nel periodo d'offerta e in quello susseguente.

La società incaricata deve, inoltre, comunicare giornalmente alla Consob le operazioni effettuate durante tutti i citati periodi.

3) L'esperienza europea

Il FESCO (The Forum of European Securities Commissions) sta attualmente elaborando un documento³ in cui viene affrontato il problema della individuazione di norme di comportamento per i partecipanti ad un'offerta pubblica, al fine di garantire l'integrità del mercato. Il documento, ancora in fase di stesura, non individua una soluzione univoca ma piuttosto indica possibili approcci al problema. Questi possono essere visti sia come alternativi tra loro sia come complementari. Le possibili opzioni prese in considerazione sono:

- a) non adottare alcuna regolamentazione in aggiunta a quella già esistente in materia di manipolazione;
- b) non adottare ulteriori regole di condotta confidando che codici di condotta interni agli intermediari siano sufficienti a prevenire lo scambio di informazioni tra le diverse funzioni aziendali (Chinese Walls);
- c) sottoporre tutti i partecipanti all'offerta ad obblighi di comunicare, periodicamente o su richiesta, ai *regulators* le transazioni in conto proprio e, possibilmente, in conto terzi fatte sui titoli oggetto d'offerta nel periodo sensibile, con l'obiettivo di creare un deterrente contro le condotte scorrette.

Per quanto concerne le informazioni diffuse dai partecipanti all'offerta diverse da quelle contenute nel prospetto informativo il FESCO riserva particolare attenzione alla pubblicazione degli studi relativi alla società i cui titoli sono oggetto di offerta. Al riguardo, consentendo la diffusione di tali pubblicazioni, si raccomanda che gli autori assicurino l'accuratezza e la tempestività delle informazioni in esse contenute e il pari trattamento degli investitori.

4) Proposta

³ Market Conduct standards For Participants In An Offering

Si può ritenere che le previsioni di cui al regolamento n. 6237/92, sia pure con semplificazioni volte a consentirne una più agevole interpretazione, possano essere completamente riprese nel nuovo regolamento attuativo dell'art. 95, comma 2, del T.U.

In particolare, in considerazione delle peculiari caratteristiche di illiquidità che caratterizzano il nostro mercato, si ritiene opportuno che i partecipanti all'offerta possano stabilizzare il prezzo dei titoli oggetto di offerta al fine di fronteggiare improvvise variazioni dei corsi causate da eccessive quantità in vendita.

Sembra opportuno inoltre mantenere la possibilità di effettuare il c.d. "*trading* passivo" connesso all'attività di ricopertura da parte degli intermediari che partecipano al consorzio di collocamento e sono contemporaneamente attivi nella compravendita di prodotti derivati.

Miglioramenti potrebbero infine essere previsti per la *disclosure* relativa all'operatività sui titoli oggetto di offerta prevedendo obblighi di comunicazione giornaliera al pubblico, oltre che per il periodo precedente l'offerta, anche per quello d'offerta e per quello susseguente.