

pubbliche amministrazioni”, ha espresso il proprio apprezzamento per la scelta di aver fondato il regolamento ministeriale su un approccio metodologico mutuato da quello *«largamente utilizzato in altri contesti dall'autorità di vigilanza dei mercati finanziari relativamente all'informazione obbligatoria da rendere al sottoscrittore meno esperto»* e che consente *«la rappresentazione degli scenari di probabilità del valore a scadenza del portafoglio strutturato rispetto al valore a scadenza del portafoglio iniziale»*.

L'operatività in derivati, e più in generale l'accesso al mercato dei capitali, da parte degli Enti locali sono già da tempo oggetto di una disciplina speciale, il cui obiettivo non è quello di protezione di una particolare categoria di investitori, ma del controllo e del contenimento della spesa pubblica. L'utilizzo dei derivati da parte degli Enti locali risponde, infatti, a logiche in parte diverse da quelle che prevalgono nel mondo delle imprese.

I vincoli di bilancio sempre più stringenti e la necessità di rispettare il Patto di stabilità hanno indotto lo Stato a ridurre progressivamente i trasferimenti a favore degli Enti locali e a consentire agli stessi di accedere liberamente al mercato dei capitali anche emettendo prestiti obbligazionari⁵⁶. Ciò ha comportato nel tempo la creazione di una disciplina speciale in tema di regolamentazione e vigilanza dell'accesso degli Enti locali al mercato dei capitali, inclusa una disciplina di dettaglio sull'operatività in prodotti derivati. In generale, tale sistema di vigilanza prevede sia controlli esterni, demandati al Ministero dell'Economia e delle Finanze, al Ministero dell'Interno e alla Corte dei Conti, sia controlli interni, demandati al Collegio dei Revisori dei singoli enti.

1 I regolamenti e le consultazioni con il mercato

1.1 La regolamentazione attuativa della Direttiva Prospetto

Nel mese di marzo 2009 la Commissione ha completato il quadro normativo di recepimento della Direttiva 2003/71/CE concernente le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato (direttiva Prospetto) adottando, con delibera n. 16840, modifiche al Regolamento Emittenti.

Le modifiche introdotte interessano anche la disciplina relativa agli Oicr e ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (rami III e V del Codice delle assicurazioni private), rispetto ai quali sono stati anche modificati gli schemi di prospetto, con innovazioni volte ad agevolare gli

⁵⁶ In particolare, la legge 23 dicembre 1994, n. 7244 ha eliminato il regime di monopolio della Cassa Depositi e Prestiti per ciò che attiene all'attività di esercizio del credito a favore delle Regioni, Province e Comuni (vigente dalla fine degli anni settanta).

investitori nella comprensione del profilo di rischio-rendimento e dei costi connessi all'investimento.

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti (italiani ed esteri non armonizzati) e la scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi sono stati articolati secondo una struttura di tipo modulare che vede concentrate nella parte denominata "*informazioni specifiche*" le informazioni essenziali sulla struttura finanziaria del prodotto. Tali informazioni sono definite secondo un approccio metodologico per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su tre pilastri informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale d'investimento consigliato. La metodologia in questione costituisce l'approccio tecnico-quantitativo adottato dalla Consob nella vigilanza di trasparenza *risk-based* per tutti i prodotti d'investimento *non-equity*.

Si segnala, inoltre, che al fine di agevolare il compito degli emittenti e nel contempo garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa prevista dai nuovi schemi, la Commissione ha emanato la Comunicazione n. 9025454 del 24 marzo 2009 contenente, tra l'altro, indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio, sottolineando l'importanza di definire tali indicatori in relazione a misure quantitative oggettivamente determinabili e universalmente riconosciute. Le indicazioni metodologiche fornite dalla comunicazione sono, inoltre, volte ad agevolare la comparabilità tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari in termini di rischio su basi oggettive e garantire, quindi, un sostanziale "livellamento del campo di gioco" tra prodotti succedanei.

A seguito delle modifiche regolamentari in materia di prospetto, la Commissione ha ritenuto opportuno precisare i contenuti dell'attività istruttoria di competenza della Consob con una comunicazione sul tema della "*Definizione dei compiti assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, redatti ai sensi della Direttiva n. 2003/71/CE*" (n. 9025420 del 24 marzo 2009). La comunicazione ha formulato alcune precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, sulla base di un confronto comparativo con le prassi di altre autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata significativa con riferimento a quegli aspetti che non sono compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (ad esempio, il numero e la tipologia dei documenti da allegare in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto informativo, oppure la natura delle verifiche effettuate con riferimento a eventuali notizie di stampa pubblicate). La comunicazione è stata preceduta da un'ampia consultazione con gli operatori del mercato, in un'ottica di valutazione dell'impatto sull'operatività dei soggetti coinvolti a vario titolo

nelle offerte pubbliche o nelle ammissioni alle negoziazioni delle pronunce e degli orientamenti dell'Autorità di vigilanza.

Un ulteriore intervento regolamentare ha riguardato la disciplina delle offerte pubbliche di scambio, aventi ad oggetto titoli obbligazionari, promosse contestualmente in più Paesi dell'Unione Europea.

La Direttiva Prospetto, oltre a prevedere all'art. 4 un'ipotesi specifica di esenzione per gli strumenti offerti "*tramite un'offerta di scambio*" dalla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione, ove sia stato redatto un documento giudicato equivalente dall'Autorità competente, fa rientrare nell'ambito di applicazione della direttiva anche le predette offerte. A differenza di altri paesi comunitari, tuttavia, l'Italia ha una disciplina specifica sulle offerte pubbliche di acquisto e di scambio e ciò ha comportato che, nelle offerte transfrontaliere, l'offerente dovesse predisporre, oltre al prospetto approvato nel proprio Stato di origine, anche il documento d'offerta previsto dalla normativa italiana (art. 102, comma 3, del Tuf), senza potere fruire del cosiddetto passaporto europeo e sostenendo così oneri aggiuntivi. Il riconoscimento del prospetto di offerta prescinde, infatti, da qualsivoglia intervento dell'Autorità del paese ospitante e può comportare, ove il prospetto sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, la traduzione della sola nota di sintesi.

Per evitare quindi che nelle operazioni transnazionali di ristrutturazione di prestiti obbligazionari emessi da soggetti comunitari e diffusi anche in Italia gli obbligazionisti italiani fossero esclusi per motivi connessi agli adempimenti imposti dalla normativa nazionale, la Commissione è intervenuta, dapprima con una comunicazione interpretativa (comunicazione n. 9034174) e successivamente con la delibera n. 16893 del 14 maggio, con la quale ha modificato il Regolamento Emittenti. Con tale ultimo intervento è stato previsto che, in occasione di offerte di scambio transfrontaliere aventi ad oggetto titoli obbligazionari, l'offerente può chiedere alla Consob di utilizzare, in luogo del documento d'offerta, il prospetto approvato dall'Autorità competente del paese d'origine in conformità alla Direttiva Prospetto. Sono state poi disciplinate le informazioni integrative da inserire nella nota di sintesi; il regime linguistico applicabile al prospetto e, sempre in conformità alla prassi internazionale, la durata delle offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito in modo tale da consentirne lo svolgimento in un più ridotto arco temporale (5 giorni).

1.2 La regolamentazione attuativa della Direttiva *Transparency*

Nell'aprile 2009 la Commissione, in attuazione del decreto di recepimento della Direttiva *Transparency* (2004/109/CE) e dopo un'ampia consultazione del mercato, ha apportato con la delibera 16850 significative

modifiche al Regolamento Emittenti finalizzate a introdurre una disciplina uniforme degli obblighi di informazione cui sono tenuti gli emittenti quotati e i relativi azionisti, e una specifica disciplina volta a garantire l'accesso del pubblico, su scala europea, alle informazioni regolamentate. È stata inoltre modificata la disciplina degli obblighi di informazione periodica in materia di rendicontazione finanziaria e degli obblighi di informazione continuativa in materia di assetti proprietari, oltre che di tutela degli azionisti nell'esercizio dei propri diritti. Con riguardo al sistema di diffusione delle informazioni regolamentate, sono state introdotte nel regolamento nuove disposizioni che disciplinano le fasi della diffusione (*dissemination*), dello stoccaggio (*storage*) e del deposito presso l'Autorità competente (*filing*) in attuazione delle deleghe regolamentari conferite alla Consob dal nuovo art. 113-ter del Tuf.

In materia di *dissemination*, il regolamento prevede che la diffusione delle notizie sia effettuata dai soggetti interessati mediante l'utilizzo di uno Sdir, ossia di un "sistema di diffusione delle informazioni regolamentate", ovvero in proprio.

Relativamente allo stoccaggio, è stato previsto un sistema basato su un numero diversificato di operatori, autorizzati dalla Consob e in possesso di specifici requisiti, ognuno dei quali dovrà coprire tutte le informazioni regolamentate relative agli emittenti che lo hanno scelto⁵⁷. Qualora non vi fossero operatori interessati ovvero dotati dei requisiti adeguati a svolgere l'attività di stoccaggio previsti dalla disciplina, l'Istituto sarebbe chiamato a organizzare e gestire tale servizio, con ricadute potenzialmente molto rilevanti sulle risorse e l'organizzazione interna.

Con riferimento al *filing*, infine, è stato previsto che esso venga attuato tramite collegamento della Consob ai meccanismi di stoccaggio autorizzati ovvero tramite il sistema di Teleraccolta.

Anche l'art. 38 del Regolamento Mercati è stato oggetto di modifiche al fine di adeguare le modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni previste dal comma 2 al nuovo sistema di diffusione delle informazioni regolamentate.

È stato altresì previsto un differimento dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni in materia di sistemi di diffusione delle informazioni e dei meccanismi di stoccaggio centralizzato delle stesse, considerata la necessità di consentire ai soggetti interessati di provvedere al conseguente adeguamento. La diffusione continua, pertanto, a essere effettuata tramite l'utilizzo delle modalità precedentemente vigenti, ossia per quanto riguarda le informazioni *price sensitive* tramite il *Network Information System* (Nis) di Borsa Italiana.

⁵⁷ Con una successiva delibera del 14 maggio 2009, la Commissione ha apportato alcuni perfezionamenti alla neo-introdotta disciplina in materia di modalità di stoccaggio e deposito presso la Consob delle informazioni regolamentate da parte di soggetti controllanti emittenti quotati.

La delibera 16850, in attuazione della Direttiva *Transparency*, aveva anche abrogato l'obbligo di dare notizia delle informazioni societarie regolamentate tramite pubblicazione su giornali quotidiani a diffusione nazionale. Il decreto legislativo 101 del 17 luglio 2009 (entrato in vigore il successivo 18 agosto) è intervenuto sulla materia, modificando il Tuf e, in particolare, prevedendo, nell'ambito delle deleghe regolamentari conferite alla Consob per la definizione delle modalità di pubblicazione delle informazioni regolamentate, "la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali". La Commissione ha pertanto introdotto un regime transitorio (in vigore dal 21 agosto 2009), che ripristina gli obblighi di pubblicazione sui quotidiani a diffusione nazionale già previsti fino al 31 marzo 2009 dal Regolamento Emittenti⁵⁸. L'Istituto, preso atto che l'attuazione delle nuove disposizioni introdotte dal d.lgs. 101/2009 presuppone una disciplina regolamentare, intende avviare una consultazione sugli obblighi di pubblicità degli avvisi o delle informazioni societarie, sottoponendo al mercato una bozza della disciplina regolamentare di attuazione degli articoli 113-bis, comma 2, 113-ter, comma 3 e 114, comma 1 del Tuf, così come modificati dal decreto. Relativamente alla disciplina dell'informazione periodica, le modifiche apportate al Regolamento Emittenti sono tese a conformare le disposizioni in esso contenute alla nuova tipologia di documentazione contabile prevista dalla Direttiva *Transparency* (relazione finanziaria annuale, relazione finanziaria semestrale e resoconto intermedio di gestione) e ad allineare il modello dell'attestazione sul bilancio di esercizio, consolidato e semestrale abbreviato, rilasciata dagli organi amministrativi delegati e dal dirigente preposto (contenuto in allegato al Regolamento), alla disciplina comunitaria.

In materia di assetti proprietari, il recepimento della Direttiva *Transparency* ha rappresentato l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina già vigente sulla trasparenza proprietaria, al fine di procedere, oltre agli adeguamenti imposti dalle disposizioni comunitarie, a una sua razionalizzazione, senza con ciò diminuire il livello di trasparenza già assicurato dalle disposizioni nazionali.

In particolare, con riferimento alle soglie di rilevanza ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute è stato recepito quanto previsto dall'art. 9, par. 1, della direttiva *Transparency* con riguardo all'entità delle soglie. Inoltre, è stato ridotto, rispetto alla disciplina

⁵⁸ In particolare, nelle more della definizione di una disciplina regolamentare che riguardi l'intera materia, è stato previsto che della messa a disposizione del pubblico dei documenti previsti negli artt. i 71, 72, commi 3, primo periodo, e 4, 77, 81, 82, 102, comma 4, 103, comma 1, e 110, comma 1, del Regolamento Emittenti è data immediata notizia anche tramite un avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale; le informazioni regolamentate di cui agli artt. 84 e 89 del Regolamento Emittenti sono pubblicate anche su almeno un quotidiano a diffusione nazionale; nei casi previsti dall'art. 103-bis, commi 2 e 4, del Regolamento Emittenti, i soggetti tenuti agli obblighi informativi ivi indicati pubblicano su almeno un quotidiano a diffusione nazionale, entro il mese di febbraio di ciascun anno, un avviso concernente l'avvenuto aggiornamento del prospetto pubblicato, con la data di riferimento.

previgente, il numero delle soglie rilevanti e sono state inserite ulteriori soglie rispetto a quelle previste dalle disposizioni comunitarie per tenere conto sia dell'esperienza applicativa nella vigenza della precedente normativa che dell'analisi comparata delle discipline di recepimento degli altri Stati membri.

Si è poi proceduto a specificare con maggior dettaglio i criteri, già presenti nella normativa nazionale, per il calcolo delle partecipazioni; al riguardo sono state inserite a livello regolamentare indicazioni già contenute nelle Istruzioni al Regolamento Emittenti e sono stati recepiti i criteri di rilevanza nel calcolo delle partecipazioni contenuti nella direttiva che non erano presenti nella disciplina italiana.

Ulteriori modifiche hanno riguardato la comunicazione in materia di azioni proprie. In particolare, è stato eliminato l'obbligo in capo al soggetto controllante l'emittente quotato di comunicare le operazioni aventi ad oggetto azioni proprie poste in essere dall'emittente medesimo ovvero da sue controllate. La comunicazione, pertanto, deve ora essere resa solo dall'emittente quotato.

La Commissione ha inoltre rivisitato la disciplina relativa alle partecipazioni potenziali (riferite, in conformità alle disposizioni comunitarie e al sistema nazionale previgente, ai soli strumenti derivati regolati con *physical settlement*). In particolare, è stata prevista una disciplina separata per gli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni potenziali rispetto alle partecipazioni cosiddette "effettive", con conseguente eliminazione dell'obbligo di aggregazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti; sono state ampliate le soglie rilevanti (è stata introdotta, anche per le partecipazioni potenziali, la soglia del 2 per cento prevista dal legislatore italiano come soglia minima della trasparenza proprietaria e sono state aggiunte le soglie del 15, 20 e 30 per cento); è stata mantenuta la rilevanza (a differenza delle disposizioni comunitarie) anche degli strumenti che attribuiscono il diritto di vendere (limitando, rispetto al sistema previgente, l'obbligo ai soggetti che detengono una partecipazione effettiva o potenziale in acquisto superiore al 2 per cento); infine, sono stati previsti due obblighi distinti per le partecipazioni in acquisto e vendita senza la possibilità di compensare (*netting*) i diritti di acquisto con quelli di vendita.

Per quanto riguarda la materia della detenzione delle partecipazioni rilevanti tramite derivati, è stato pubblicato un *position paper* contenente riflessioni preliminari in ordine a una possibile estensione del regime di trasparenza anche alle posizioni assunte in strumenti derivati con regolamento in contanti (*cash settled*) e aventi come sottostante azioni di emittenti quotati in mercati regolamentati italiani. Tale estensione potrebbe essere adottata in virtù della delega contenuta nell'art. 120, comma 4, lett. *d-ter*), che demanda alla Consob di individuare con regolamento "i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione" e già attuata parzialmente come sopra descritto. Sulla base delle evidenze e delle opinioni raccolte sarà successivamente effettuata

un'analisi approfondita dei costi e benefici delle diverse opzioni regolamentari disponibili al fine di giungere alla definizione di una proposta da sottoporre alla consultazione del mercato.

In materia di esenzioni degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, si è proceduto a recepire le esenzioni dall'obbligo di comunicazione previste dalla direttiva estendendone, per quanto possibile e compatibilmente con la disciplina comunitaria, l'ambito di applicazione (avvalendosi del potere generale previsto dall'art. 120 del Tuf) a tutti i casi nei quali la mancata comunicazione non comporta alcuna riduzione della portata informativa voluta dalla disciplina della trasparenza azionaria.

È stato meglio delineato, inoltre, l'ambito applicativo soggettivo e oggettivo delle norme dedicate agli intermediari che detengono partecipazioni rilevanti nell'ambito dell'attività di gestione collettiva o individuale; è stata altresì prevista un'esenzione dagli obblighi di comunicazione per le partecipazioni, superiori al 2 per cento ma inferiori al 5 per cento, di Oicr armonizzati ovvero fondi aperti extracomunitari a essi assimilabili.

Infine, allo scopo di chiarire l'ambito di applicabilità delle relative discipline, ulteriori modifiche hanno riguardato la trasparenza dei patti parasociali e la comunicazione da parte degli emittenti quotati delle partecipazioni superiori al 10 per cento in società non quotate.

1.3 La regolamentazione attuativa della Direttiva sull'Opa

Gli interventi legislativi volti all'attuazione della Direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto e, in particolare, le modifiche alla disciplina apportate dal d.lgs. del 25 settembre 2009 n. 146 individuano numerosi temi rispetto ai quali la Consob è chiamata a emanare disposizioni attuative.

Tra le modifiche delle norme primarie più significative, si ricordano quelle relative all'applicabilità della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, concernenti la possibilità di difesa da scalate ostili da parte degli emittenti quotati. Già nel novembre 2008 (con il d.lgs. 185/2008, convertito nella legge 2/2009) il legislatore, intervenendo sulla scelta operata con il primo decreto di recepimento della direttiva (d.lgs. 229/2007), aveva stabilito la non imperatività della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione, dando tuttavia la possibilità alle società, come previsto dalla direttiva, di inserire tali disposizioni nei propri statuti. Tali disposizioni sono state nuovamente modificate nel corso del 2009, con il d.lgs. 146/2009, nel quale viene disposto che, con effetto dal 1° luglio 2010, la *Passivity Rule*, sia prevista per legge ma derogabile statutariamente dai singoli emittenti quotati, mentre la regola di neutralizzazione rimane una scelta statutaria.

La scelta del legislatore italiano non si discosta dalla tendenza prevalente negli ordinamenti dei maggiori paesi europei, i quali, sia pure con

talune rilevanti differenze ed eccezioni, hanno inteso mantenere un certo grado di contendibilità del mercato del controllo societario. Tale impostazione, tuttavia, potrebbe subire significative innovazioni nel Regno Unito, dove il *Takeover Panel* (l'organo di autoregolamentazione che vigila sull'applicazione del *City Code*) si accinge a lanciare una consultazione pubblica per valutare l'opportunità di apportare revisioni alle regole vigenti. Dal dibattito in corso, emergono in particolare orientamenti che prefigurano la possibilità che le eventuali modifiche riducano il grado di apertura del mercato del controllo societario inglese, soprattutto per le società reputate di interesse strategico nazionale.

Nel corso del 2009 il legislatore italiano ha, altresì, modificato la disciplina dell'Opa cosiddetta da consolidamento, relativa all'obbligo di offerta che consegue agli acquisti effettuati da chi già detiene una partecipazione superiore al 30 per cento del capitale senza possedere il 50 per cento più una azione. Tale intervento risulta volto a consentire agli azionisti di riferimento il raggiungimento della partecipazione di controllo di diritto degli emittenti quotati in tempi più rapidi rispetto a quanto previsto in passato. In particolare, con l'art. 3-*quater* della legge n. 33 del 2009 è stato modificato l'art. 106, comma 3, lett. b) del Tuf stabilendo nel 5 per cento la percentuale acquistabile da chi già si trova a detenere una partecipazione superiore al 30 per cento, e confermando nel contempo la delega regolamentare alla Consob a disciplinare le ipotesi in cui sorge l'obbligo di offerta. Con la delibera n. 16893 del 14 maggio 2009, la Consob ha innalzato la soglia rilevante ai fini dell'Opa da consolidamento al 5 per cento, adeguando l'art. 46 del Regolamento Emittenti (che prevedeva il 3 per cento) al dettato legislativo.

Altre modifiche contenute nel citato decreto legislativo 146/2009 hanno riguardato, tra l'altro, il già citato regime applicabile alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito; le definizioni di persone che agiscono di concerto e di partecipazione rilevante per l'obbligo di Opa; l'ambito di applicazione della disciplina e il regime pubblicitario dei patti parasociali. In ordine a tali modifiche sono state conferite alla Consob apposite deleghe regolamentari. Tra le deleghe di maggior rilievo si rammentano quella che conferisce all'Istituto il potere di indicare i casi e le modalità in cui gli strumenti finanziari derivati detenuti debbano essere computati nella nozione di partecipazione rilevante ai fini Opa e quella concernente la possibilità di individuare presunzioni relative di azione di concerto e casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto.

La Consob si propone di recepire le disposizioni comunitarie tenendo anche conto delle questioni emerse nell'esperienza applicativa e delle indicazioni che si evincono dall'analisi comparata dei principali ordinamenti esteri.

In particolare, al fine di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza sono al vaglio disposizioni volte a contrastare il fenomeno noto come "coazione a vendere" (*pressure to tender*), ossia la circostanza in cui anche l'azionista non favorevole all'offerta sarebbe indotto ad aderirvi dal timore, in caso di successo dell'offerta stessa, di restare in possesso di titoli destinati a deprezzarsi a causa della riduzione della liquidità degli stessi e della contendibilità della società. Le ipotesi di modifiche regolamentari sono dirette a contenere gli elementi che possono alterare la scelta di adesione all'offerta da parte dei soggetti destinatari dell'offerta stessa. Agirebbero in tal senso disposizioni in ordine alla riapertura dei termini dell'offerta promossa dall'azionista di controllo in caso di suo successo (poiché ciò lascerebbe all'azionista che non avesse ritenuto conveniente aderire all'Opa nella prima fase l'opportunità di farlo nella seconda); l'attribuzione di un rafforzato contenuto informativo al comunicato dell'emittente nonché la revisione dei criteri per la determinazione del prezzo nei casi di obbligo di acquisto dei titoli residui in seguito al superamento di determinate soglie di capitale.

Ulteriori modifiche in corso di elaborazione potrebbero attenersi all'ambito applicativo delle disposizioni in materia di trasparenza informativa e regole di correttezza, con riguardo: alla rilevanza degli strumenti finanziari derivati anche con clausola "*cash settlement*" ai fini dell'applicabilità delle norme sulla trasparenza in pendenza di Opa e sulla *best price rule*; all'allungamento del periodo di decorrenza della medesima *best price rule*; al maggiore coinvolgimento degli azionisti di minoranza in materia di esenzioni dall'applicazione della disciplina dell'Opa obbligatoria.

Al fine di preservare l'efficienza del mercato del controllo societario, sono allo studio disposizioni volte a favorire la promozione di offerte concorrenti (mediante l'eliminazione dell'obbligo di promozione a un corrispettivo superiore a quello dell'offerta originaria) nonché a limitare la discrezionalità della Consob e la portata applicativa delle disposizioni in materia di "correzione" del prezzo dell'Opa obbligatoria, allo scopo di dare maggiore certezza al mercato sull'applicabilità delle norme.

Nell'ottica di assicurare parità di trattamento agli investitori italiani ed esteri e di perseguire l'armonizzazione della disciplina nazionale rispetto a quella degli altri paesi, si intende snellire gli adempimenti delle offerte transfrontaliere (ossia delle procedure per il riconoscimento dei documenti approvati da Autorità di vigilanza di uno Stato membro UE o di Stati extracomunitari) nonché prevedere disposizioni regolamentari *ad hoc* per le offerte pubbliche connesse a operazioni di ristrutturazione del debito e casi di inapplicabilità della disciplina Opa per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dalle azioni.

Allo scopo di rafforzare la trasparenza informativa, ridurre i costi di *compliance* in capo agli operatori e di rendere più veloce il procedimento istruttorio da parte della Consob, sono in corso di elaborazione modifiche ai

contenuti delle comunicazioni ex art. 102 del Tuf e ai documenti d'offerta tese a realizzare una maggiore standardizzazione delle informazioni richieste.

1.4 La disciplina delle operazioni con parti correlate

La Consob ha concluso l'iter di approvazione della nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate effettuate, direttamente o tramite società controllate, da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo la definizione di cui all'art. 2325-bis c.c.).

L'iter era stato avviato con un primo documento di consultazione pubblicato il 9 aprile 2008 a cui aveva fatto seguito, dopo un seminario aperto al pubblico svoltosi presso la sede Consob di Roma il 20 giugno 2008 e la ricezione di 31 risposte alla consultazione, la pubblicazione di un secondo documento di consultazione in data 3 agosto 2009. Si è quindi tenuto un altro seminario aperto al pubblico in data 13 ottobre 2009 e sono pervenute, fino ai primi giorni di dicembre 2009, numerose risposte alla consultazione.

La nuova disciplina riunisce in un nuovo distinto Regolamento norme su obblighi di informazione continua e periodica, attuative, fra l'altro, degli articoli 114 e 154-ter del Tuf e sostitutive di regole già dettate dal Regolamento Emittenti, e norme attuative della delega attribuita dall'art. 2391-bis c.c.; tale ultima norma demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione di principi generali in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, precisando che devono essere disciplinate la competenza decisionale, le motivazioni e la documentazione delle operazioni stesse.

La nuova disciplina integra in un unico disegno gli obblighi di trasparenza e i principi in materia di procedure che le società quotate e diffuse devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo alla trasparenza nei confronti del pubblico, che sarà efficace dal primo ottobre 2010, il regolamento prevede un significativo rafforzamento della disciplina attuale (contenuta principalmente nell'art. 71-bis del Regolamento Consob in materia di emittenti), richiedendo la comunicazione al mercato delle operazioni (definite di maggiore rilevanza) che superano determinate soglie quantitative⁵⁹. La comunicazione al mercato

⁵⁹ Le soglie corrispondono al 5 per cento di determinati parametri specificamente indicati, quali capitalizzazione di borsa, patrimonio netto, attivo totale, passività totali, ossia il 2,5 per cento nel caso di società quotate controllate da altre quotate, o le minori percentuali indicate dalle società. Nel caso di banche sono stati previsti adeguamenti ai parametri per tener conto delle loro specificità. È stato inoltre eliminato, rispetto alla proposta iniziale, in via generale il parametro che faceva riferimento ai ricavi della società e sono stati apportati altri aggiustamenti tecnici, tenendo conto di quanto emerso dalle consultazioni.

deve descrivere, tra l'altro, le caratteristiche dell'operazione, le motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione e le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione.

Con riferimento all'*informativa periodica in attuazione dell'art. 154-ter del Tuf*, è previsto che nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale vengano date informazioni sulle singole operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza; sulle altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società; su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione finanziaria annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società.

Per i profili attinenti alla trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, la regolamentazione adottata, da applicarsi entro il 1° gennaio 2011, conferma la scelta di fondo di attribuire un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società.

Il regolamento definisce una procedura generale (meno complessa) per le operazioni con parti correlate definite "di minore rilevanza". Tale procedura generale prevede un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi né correlati, in maggioranza indipendenti. Dovrebbe così essere possibile alle società utilizzare i comitati già presenti composti da soli amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. Come richiesto nella consultazione, è stato precisato l'oggetto del parere del comitato, che deve riguardare l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle sue condizioni⁶⁰.

È prevista una procedura speciale più rigorosa per le "operazioni di maggiore rilevanza" con parti correlate (quelle che superano le soglie stabilite per gli obblighi di trasparenza). In questi casi, a integrazione di quanto dettato dalla procedura generale, gli amministratori indipendenti devono essere coinvolti nelle trattative, ricevendo un ampio e tempestivo flusso di informazioni e avendo la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli esecutivi. La delibera è assunta dall'organo amministrativo nella sua interezza con il parere vincolante degli indipendenti, che possono

⁶⁰ Il comitato di amministratori indipendenti può inoltre avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta; le procedure possono stabilire un tetto di spesa. Si prevedono altresì: i) un'adeguata informativa *ex ante* fornita tempestivamente all'organo deliberante e al comitato che deve esprimere il parere; ii) i verbali delle delibere di approvazione che rechino un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle sue condizioni; iii) una completa informativa almeno trimestrale ad amministratori e sindaci sull'esecuzione delle operazioni; iv) ferma la disciplina dell'informazione cosiddetta *price sensitive*, un'informativa al pubblico almeno trimestrale sulle operazioni approvate nonostante il parere contrario degli indipendenti e la contestuale pubblicazione dei pareri negativi.

avvalersi della consulenza di esperti esterni, remunerati dalla società. Le procedure possono peraltro prevedere che, qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere malgrado l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione possa comunque essere compiuta, previa approvazione dell'assemblea, che delibera – oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile – anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (meccanismo del cosiddetto *whitewash*)⁶¹.

Nel caso di operazioni di competenza assembleare, ferma l'applicazione delle descritte procedure per la presentazione della proposta, per le operazioni di maggiore rilevanza con parere negativo degli indipendenti, è richiesta l'applicazione del meccanismo del *whitewash*, volto a evitare che l'esito della votazione sia determinato da soci parti correlate nell'operazione (ferma restando la possibilità per le procedure di prevedere una presenza minima di soci non correlati non superiore al 10 per cento).

Sono previste facilitazioni per le società neo-quotate (nei primi 2 anni dall'ammissione in Borsa), per le società di minori dimensioni⁶² e per le società con azioni diffuse. Ferma restando la disciplina di trasparenza, queste società possono applicare la normativa per le operazioni di minore rilevanza anche alle operazioni di maggiore rilevanza. Alcune operazioni, inoltre, possono essere esentate in tutto o in parte dall'applicazione della disciplina, sulla base di una scelta delle società⁶³.

Per la nozione di "amministratori indipendenti" la disciplina richiede quanto meno i requisiti previsti dal Tuf (art. 148, comma 3) o stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società⁶⁴. Per le banche i requisiti di indipendenza sono stabiliti dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentita Banca d'Italia (art. 26 del Testo Unico Bancario); per le imprese di assicurazione è competente il Ministro delle Attività Produttive, sentito Isvap (art. 76 del Codice delle assicurazioni private); per Sim, Sgr e Sicav i requisiti sono stabiliti dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentite Banca d'Italia e Consob (art.

⁶¹ Sia nel caso della procedura generale che nel caso di quella speciale, ove non dispongano di un numero sufficiente di amministratori indipendenti le società possono dotarsi di procedure che assicurino presidi equivalenti. Regole analoghe sono previste per il modello dualistico, nel quale il parere può essere reso da un comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti o, a scelta della società e ove presenti, di consiglieri di gestione indipendenti.

⁶² Il riferimento è alle società con attivo dello stato patrimoniale e ricavi non superiori ai 500 milioni di euro.

⁶³ Tra queste: le operazioni di importo esiguo; le operazioni con e tra controllate e con collegate; le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard; le operazioni urgenti (quelle indifferibili o legate a situazioni di crisi aziendale); l'assegnazione di compensi agli amministratori e agli altri dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già passate al vaglio dell'assemblea. Specifiche esenzioni sono state previste per le operazioni già soggette alla disciplina del Testo Unico Bancario relativa alle obbligazioni degli esponenti bancari.

⁶⁴ Ulteriori riferimenti ai fini dell'individuazione dei requisiti possono essere le procedure e gli eventuali codici di comportamento ai quali la società dichiara di aderire, purché essi siano almeno equivalenti a quelli previsti dal Tuf.

13 del Tuf). L'adozione di tali provvedimenti completerà, pertanto, il quadro normativo in materia di operazioni con parti correlate.

1.5 La regolamentazione attuativa della disciplina sui consulenti finanziari

Nel gennaio 2010 è stato emanato il Regolamento recante norme di attuazione del Tuf in materia di consulenti finanziari, persone fisiche e società di consulenza finanziaria, che ha fatto seguito, oltre che a un'ampia consultazione con il mercato, alla completa definizione del quadro della normativa primaria.

La disciplina delle nuove figure di operatori professionali abilitati alla prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti è ispirata all'obiettivo di favorire lo sviluppo del servizio di consulenza (essenziale canale di accesso dei risparmiatori al mercato finanziario) e di accrescere la concorrenza tra i diversi operatori presenti sul mercato, in un contesto normativo che assicuri equivalenza delle condizioni di svolgimento dell'attività da parte dei prestatori del servizio e un elevato livello di protezione degli investitori.

I punti qualificanti del nuovo assetto normativo sono, da un lato, l'innovativa architettura di vigilanza prefigurata dal legislatore, intesa a conciliare adeguati margini di autonomia dell'ordinamento professionale e idonei presidi di controllo pubblico; dall'altro, i rigorosi standard di correttezza e trasparenza dettati a salvaguardia dell'interesse dei clienti.

Sotto il primo profilo, si segnala la scelta del legislatore di articolare la supervisione sui consulenti finanziari e le società di consulenza finanziaria su un doppio livello, secondo un modello in parte simile a quello sperimentato per i promotori finanziari.

Il primo livello è affidato a un Organismo, composto da 5 membri nominati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze tra persone di comprovata professionalità ed esperienza, di cui due designati dagli operatori appartenenti alla categoria. L'Organismo è chiamato a curare la tenuta dell'albo dei consulenti persone fisiche e delle società di consulenza finanziaria istituito dall'art. 18-bis del Tuf nonché a vigilare sul rispetto della disciplina professionale da parte degli iscritti, attivando gli opportuni strumenti informativi, ispettivi e sanzionatori.

Il secondo livello di supervisione è affidato, nel quadro delle più generali finalità previste dall'art. 5 del Tuf, alla Consob. All'Istituto vengono attribuiti poteri regolamentari e di vigilanza che dovranno esercitarsi nei confronti dell'Organismo al fine di assicurare l'efficace e tempestivo esercizio delle funzioni assegnate a quest'ultimo.

Le scelte regolamentari compiute dalla Consob sulla base dei criteri direttivi fissati dal legislatore sono ispirate ai principi di proporzionalità e

sostenibilità dei costi di *compliance* nonché di uniformità della disciplina di trasparenza e correttezza dei comportamenti nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Sotto questo aspetto assumono particolare rilievo per la salvaguardia della fiducia dei clienti l'osservanza da parte dei consulenti e delle società di consulenza finanziaria di una serie di fondamentali obblighi di correttezza professionale. Si segnalano, rispettivamente, il dovere di: fornire informazioni corrette, chiare, non fuorvianti e sufficientemente dettagliate affinché i clienti possano adottare decisioni di investimento informate; acquisire dai clienti le informazioni necessarie al fine di raccomandare gli strumenti finanziari più adatti; valutare, sulla base delle informazioni acquisite dai clienti, l'adeguatezza delle operazioni raccomandate; agire sempre nell'interesse dei clienti.

Il processo di regolamentazione secondaria si completerà con l'emanazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite Consob e Banca d'Italia, delle disposizioni in tema di requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza in capo agli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria.

2 L'attività di livello 3 e le comunicazioni interpretative

2.1 Le comunicazioni interpretative della disciplina di attuazione della MiFID

Il 2 marzo 2009 è stata emanata la comunicazione 9019104 avente ad oggetto *"Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"*. La comunicazione si inserisce nell'ambito delle misure di cosiddetto "livello 3" sul Regolamento Intermediari, con cui la Consob fornisce orientamenti interpretativi di dettaglio, funzionali alla concreta applicazione del nuovo sistema normativo adottato a seguito del recepimento della direttiva MiFID.

Il testo tratta della distribuzione alla clientela al dettaglio di prodotti illiquidi (obbligazioni bancarie, prodotti finanziario-assicurativi, derivati) e raccomanda agli intermediari concrete misure di trasparenza; prescrive presidi sulle modalità di *pricing*; richiede agli stessi intermediari una conoscenza approfondita dei prodotti illiquidi distribuiti e della clientela destinataria dell'offerta, al fine di una compiuta valutazione di adeguatezza e di appropriatezza.

Con particolare riguardo alle raccomandazioni di trasparenza, è richiesto agli intermediari di fornire al cliente informazioni sul valore corretto e sui costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito. È quindi rappresentata agli operatori l'opportunità di informare il cliente sulle

caratteristiche del prodotto distribuito presentando confronti con prodotti semplici e noti che agevolino il compimento di scelte consapevoli.

Sul piano della lettura delle regole vigenti in tema di valutazione dell'adeguatezza degli investimenti viene richiesta all'intermediario la conoscenza approfondita delle preferenze della clientela, con particolare riguardo all'orizzonte di investimento, in maniera da poter fornire i più adeguati consigli. In proposito è sottolineata la necessità che, nel processo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni, l'*holding period* dell'investitore sia espressamente e autonomamente raffrontato alla durata del prodotto illiquido distribuito, al fine di garantire la compatibilità delle due variabili.

La comunicazione "*La ricerca in materia di investimenti nel rapporto tra gestore e negoziatore*" del 14 gennaio 2009, emanata a conclusione di una consultazione condotta sul livello 3 della Direttiva MiFID, fornisce i primi orientamenti interpretativi relativi al Regolamento Intermediari con riferimento alle condizioni di ricevibilità della ricerca in materia di investimenti che i negoziatori riconoscono ai gestori (individuali o collettivi) quale specifica prestazione non monetaria. Il documento affronta i profili afferenti: alla ricerca come elemento del processo di investimento; alle condizioni di ricevibilità della ricerca quale specifica tipologia di *soft commission*; ai profili di *best execution* e coerenza con la specializzazione del negoziatore.

2.2 La disciplina sull'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo

L'ordinamento italiano ha dettato una disciplina particolarmente incisiva in materia di partecipazione delle minoranze azionarie al governo societario, nel contempo assegnando alla Consob un ruolo importante nella definizione delle disposizioni attuative e nella vigilanza sul loro rispetto sostanziale.

La Commissione è intervenuta in proposito con la comunicazione 9017893 del 26 febbraio 2009 sull'informativa da rendere al pubblico in occasione della presentazione di liste per l'elezione dei componenti gli organi sociali di società con azioni quotate. In particolare, la comunicazione raccomanda ai soci che presentino una lista di minoranza per l'elezione dell'organo di amministrazione di depositare, insieme alla lista, una dichiarazione che attesti l'assenza di rapporti di collegamento, anche indiretti, con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa. In tale dichiarazione dovranno inoltre essere indicate le eventuali relazioni tra i suddetti soggetti, qualora significative⁶⁵, secondo l'esemplificazione fornita nella comunicazione

⁶⁵ In particolare, si raccomanda di indicare tra le predette relazioni, qualora significative, almeno: i rapporti di parentela; l'adesione nel recente passato, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, a un patto

stessa nonché le motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento.

I componenti degli organi di controllo sono stati altresì invitati, nell'adempimento dei loro doveri di vigilanza, a prestare particolare attenzione al rispetto della disciplina sull'elezione degli organi di amministrazione e controllo ed eventualmente ad assumere, nell'ambito dei propri poteri, ogni iniziativa utile, anche al fine di evitare incertezze per il mercato in ogni fase delle procedure di presentazione delle liste e di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo.

La comunicazione, adottata in esito alla consultazione del mercato, ha tratto impulso dalle risultanze emerse in sede di prima applicazione delle norme del Regolamento Emittenti sul voto di lista. Le verifiche effettuate in occasione della stagione assembleare 2008 avevano, infatti, lasciato emergere l'esigenza di assicurare una più ampia trasparenza sulle eventuali relazioni tra i soggetti che presentano le liste di minoranza e i soci di controllo o di maggioranza relativa, rendendo talvolta necessari interventi per integrare le informazioni fornite e per responsabilizzare gli organi sociali a un'applicazione della disciplina coerente con la finalità di tutela delle minoranze.

Contestualmente al citato intervento, nel febbraio del 2009 è stata sottoposta alla consultazione del mercato una proposta di comunicazione contenente raccomandazioni riguardanti l'informativa che l'organo amministrativo deve fornire in merito alle valutazioni sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai suoi componenti. L'iniziativa traeva spunto dal fatto, rilevato peraltro anche per il 2009 (si veda il §4 del precedente Capitolo II "*L'attività di vigilanza*"), che in molti casi gli amministratori sono definiti indipendenti ai sensi del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana senza che sia stata evidenziata la mancanza di alcuni requisiti indicati dal medesimo Codice e le motivazioni per le quali gli stessi amministratori sono stati ritenuti comunque indipendenti.

parasociale previsto dall'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni dell'emittente o di società del gruppo dell'emittente; l'adesione, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, a un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni di società terze; l'esistenza di partecipazioni azionarie, dirette o indirette, e l'eventuale presenza di partecipazioni reciproche, dirette o indirette, anche tra le società dei rispettivi gruppi; l'aver assunto cariche, anche nel recente passato, negli organi di amministrazione e controllo di società del gruppo del socio (o dei soci) di controllo o di maggioranza relativa, nonché il prestare o l'aver prestato nel recente passato lavoro dipendente presso tali società; l'aver fatto parte, direttamente o tramite propri rappresentanti, della lista presentata dai soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa nella precedente elezione degli organi di amministrazione o controllo; l'aver partecipato, nella precedente elezione degli organi di amministrazione o di controllo, alla presentazione di una lista con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa ovvero avere votato una lista presentata da questi ultimi; l'intrattenere o l'aver intrattenuto nel recente passato relazioni commerciali, finanziarie (ove non rientrino nell'attività tipica del finanziatore) o professionali; la presenza nella cosiddetta lista di minoranza di candidati che sono o sono stati nel recente passato amministratori esecutivi ovvero dirigenti con responsabilità strategiche dell'azionista (o degli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa o di società facenti parte dei rispettivi gruppi.