

**MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL  
REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI**

**PRIMI ESITI DEGLI APPROFONDIMENTI CONDOTTI NELL'AMBITO DEI TAVOLI DI LAVORO  
"CONCORRENZA FRA SISTEMI DI REGOLE E VIGILANZA" E "SEMPLIFICAZIONE  
REGOLAMENTARE DEL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO"**

**DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE**

**25 luglio 2011**

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il **21 settembre 2011** al seguente indirizzo:

**C O N S O B**  
**Divisione Mercati**  
**Via G. B. Martini, n. 3**  
**00198 ROMA**

oppure *on-line* per il tramite del **SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno**

**I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.**

**Premessa**

Nel febbraio 2011, la Consob ha istituito tre Tavoli di confronto fra Autorità, industria e risparmiatori aventi ad oggetto la concorrenza fra sistemi di regole e di vigilanza, il *funding* delle banche e la semplificazione della regolamentazione. Obiettivo prioritario dei Tavoli di Lavoro è stato l'individuazione e l'analisi delle principali aree normative e prassi di vigilanza percepite come fonte di criticità ovvero di svantaggio competitivo dagli operatori (emittenti, intermediari e mercati) del mercato italiano, ferma restando la necessità di coniugare la competitività del mercato e la necessaria tutela degli investitori.

Gli interventi portati all'attenzione della Consob da parte dei partecipanti ai Tavoli di Lavoro sono stati molteplici e complessi. Ciò ha richiesto un'analisi attenta delle ricadute in termini di tutela degli investitori.

Sulla base delle diversificate istanze di emittenti ed intermediari di semplificazione normativa, l'obiettivo generale è rappresentato dalla necessità di agevolare il ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese e di rafforzare la posizione competitiva della piazza finanziaria italiana attraverso la razionalizzazione e semplificazione del quadro normativo e regolamentare e delle prassi di vigilanza e l'introduzione di regimi di adempimenti diversificati e opzionali.

Gli adempimenti in tema di emittenti quotati hanno visto nel tempo il susseguirsi di interventi normativi (sia di legge sia di tipo regolamentare) volti, da un lato, al recepimento della normativa europea e, dall'altro, all'introduzione di presidi ritenuti nel tempo necessari per fronteggiare specifiche problematiche.

La rivisitazione della disciplina degli emittenti può delinarsi tramite una generalizzata semplificazione del quadro normativo e regolamentare che lasci invariato il livello di tutela degli investitori e attraverso l'introduzione di regimi di adempimenti differenziati ai quali gli emittenti possono decidere volontariamente di sottostare.

Le proposte di seguito descritte consistono sia in interventi di semplificazione normativa sia nell'introduzione di opzioni di deroga attraverso un meccanismo cosiddetto di *opt-out*, volti alla realizzazione di condizioni funzionali ad accrescere la propensione delle società ad aprirsi al mercato dei capitali e a ridurre i costi di permanenza sul listino.

Alcune possibilità di *opt-out* sono esercitabili da parte di tutte le società quotate, mentre altre solo dalle società neo-quotate, per tali intendendosi quelle che chiederanno l'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato o alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) successivamente all'entrata in vigore delle norme che consentono l'*opt-out*. Questa differenziazione si giustifica alla luce del fatto che alcuni *opt-out*, se esercitati da società già quotate, potrebbero determinare una riallocazione di ricchezza a sfavore degli azionisti di minoranza e, pertanto, determinare una riduzione del grado di tutele previste dalle norme vigenti. Per le società di nuova quotazione, invece, tali *opt-out*, se esercitati e resi noti prima dell'IPO, sarebbero scontati nel prezzo di offerta delle azioni. Inoltre, tali interventi rispondono anche a una logica di incentivazione alla quotazione in borsa, prevedendo, in particolare, deroghe a norme che incidono sulla possibilità per le imprese di rafforzare la posizione dell'azionista di controllo rispetto a minacce di scalata.

Oltre che in una logica di semplificazione e razionalizzazione del quadro normativo e di rafforzamento degli incentivi allo sviluppo del mercato dei capitali, l'approccio delineato si giustifica anche alla luce della possibilità di consentire alle società di gestione di mercati regolamentati di creare (nell'ambito dell'autonoma definizione dei propri prodotti-mercato) dei segmenti dedicati a imprese che si differenziano in base ad una serie di requisiti di trasparenza e di *corporate governance*. La logica sottostante consiste nel consentire alle imprese la possibilità di scegliere se allinearsi solo agli standard regolamentari previsti dalle norme europee ovvero segnalare al mercato la loro "qualità" aderendo a norme più stringenti.

Occorre che i segnali inviati dalle società attraverso le scelte di *opt-out* siano di facile comprensione per gli investitori che devono essere messi nelle condizioni di svolgere scelte di investimento consapevoli. In tale quadro, appare opportuno che la società di gestione del mercato individui appositi meccanismi di *signalling* che permettano agli investitori di distinguere le società in base al grado di tutela loro offerto.

\* \* \*

Con il presente Documento si sottopongono alla consultazione del mercato le modifiche che si intendono apportare ad alcune disposizioni del Regolamento n. 11971 in materia di Emittenti (di seguito "RE") e al Regolamento n. 16191 in materia di Mercati, quale esito degli approfondimenti sinora condotti nell'ambito dei Tavoli di Lavoro costituiti dalla Consob.

Le modifiche regolamentari oggetto del presente documento di consultazione non esauriscono il complesso delle tematiche affrontate nell'ambito dei Tavoli di Lavoro. Ad esse si aggiungono tematiche che, benché condivise dai partecipanti ai Tavoli di Lavoro, richiedono interventi di modifica legislativa nonché temi che, per la complessità delle questioni coinvolte, richiedono ulteriori approfondimenti.

Si intende, infine, razionalizzare il Regolamento Emittenti trattando in un'unica sede i vari adempimenti connessi ad operazioni omogenee, ossia eliminando la corrente distinzione tra comunicazioni al pubblico e comunicazioni alla Consob, e procedendo alla rinumerazione delle disposizioni.

Al fine di fornire un quadro delle questioni oggetto di analisi dei Tavoli di Lavoro, il presente Documento risulta suddiviso nelle seguenti due sezioni:

**SEZIONE I** - ***“PROPOSTE DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI”***

**SEZIONE II** - ***“PROPOSTE DI INTERVENTI LEGISLATIVI”***

Sono peraltro in corso di approfondimento presso il Tavolo sulla Semplificazione regolamentare varie ulteriori tematiche, sulle quali si prevede di pervenire a proposte di intervento entro la fine dell'anno.

Si precisa, tuttavia, che oggetto di consultazione sono esclusivamente le modifiche regolamentari di cui alla Sezione I.

**SEZIONE I**

**“PROPOSTE DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI”**

**A. REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI**

**1. IL PROSPETTO**

**1.2 TEMPISTICA DI APPROVAZIONE DEL PROSPETTO**

**Descrizione del tema**

La durata dei processi istruttori finalizzati all’approvazione dei prospetti può creare oneri e margini di incertezza per emittenti e intermediari. Ancorché, sulla base di un esame comparativo, i tempi istruttori della Consob appaiono più contenuti rispetto a quello di molte altre realtà UE e ferma restando la correlazione di tali tempi con la qualità del controllo, sono stati individuati alcuni sensibili margini di miglioramento, capaci di ridurre i tempi anche del 25%.

In linea con la prassi applicativa seguita dai *securities regulators* dei maggiori mercati finanziari esteri, far precedere il *filing* del prospetto da una interlocuzione preliminare con gli Uffici nel corso della quale chiarire preventivamente eventuali incertezze interpretative. In particolare, appare atta a ridurre i tempi istruttori un’interlocuzione preliminare circa le peculiarità dell’emittente e dell’offerta e gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo; ciò anche attraverso gli adattamenti e le deroghe alla struttura del prospetto informativo prefigurati dalla vigente disciplina comunitaria (es. informazione finanziaria e di bilancio nei casi di emittenti con storia finanziaria complessa, la necessità o meno dell’inclusione di informazioni finanziarie pro-forma o di dati previsionali). Tale intervento può comportare la riduzione sostanziale dei tempi di approvazione del prospetto consentendo agli offerenti di predisporre bozze di documenti che già nelle fasi istruttorie iniziali risultino sufficientemente complete e, pertanto, consentano un esame immediato da parte degli uffici della Commissione.

**Proposta di modifica**

Art. 4  
(Comunicazione alla Consob)

1. La comunicazione prevista nell'articolo 94, comma 1, del Testo unico è redatta in conformità al modello in Allegato 1A, contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono, attesta l'esistenza dei presupposti necessari per lo svolgimento dell' offerta, è corredata dei documenti indicati nell'Allegato 1A ed è sottoscritta da coloro che in qualità di offerente ed emittente intendono effettuare l’offerta al pubblico.

**2. Prima della comunicazione prevista nel comma 1, l'emittente e l'offerente possono illustrare alla Consob eventuali specificità dell'emittente, dell'attività o dell'operazione, al**

**fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo che la Consob è chiamata ad approvare.**

Art. 52

*(Comunicazione alla Consob)*

1. Ai fini della pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni, l'emittente o la persona che chiede l'ammissione trasmette alla Consob, ai sensi dell'articolo 113, comma 1, del Testo unico, la comunicazione prevista dall'articolo 94, comma 1, del Testo unico, sottoscritta dal legale rappresentante e corredata del prospetto medesimo e degli altri documenti indicati nell'Allegato 1I.

**2. Prima della comunicazione prevista nel comma 1, l'emittente e la persona che chiede l'ammissione possono illustrare alla Consob eventuali specificità dell'emittente, dell'attività o dell'operazione, al fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo che la Consob è chiamata ad approvare.**

Art. 63

*(Comunicazione alla Consob e pubblicazione del prospetto)*

1. Con la comunicazione finalizzata alla pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni può essere comunicato alla Consob che si intende effettuare un'offerta al pubblico relativa agli strumenti finanziari comunitari oggetto di ammissione alle negoziazioni. In tal caso la comunicazione è redatta in conformità al modello in Allegato 1I, contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono, attesta l'esistenza dei presupposti necessari per lo svolgimento dell'offerta, è corredata anche dei documenti indicati nell'Allegato 1A ed è altresì sottoscritta da coloro che in qualità di offerente ed emittente intendono effettuare l'offerta al pubblico. **Prima della comunicazione, l'emittente e l'offerente possono illustrare alla Consob eventuali specificità dell'emittente, dell'attività o dell'operazione, al fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo che la Consob è chiamata ad approvare.**

*1-bis. Qualunque nuovo fatto significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che siano atti a influire sulla valutazione degli strumenti finanziari comunitari e che sopravvengano o siano rilevati tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico o, qualora successivo, il momento di inizio della negoziazione in un mercato regolamentato, sono menzionati in un supplemento al prospetto\*.*

(...)

**\* Periodo inserito nella modifica all'articolo 63 proposta nel documento di consultazione del 6 maggio 2001.**

## **2. RIPARTO CENTRALIZZATO**

**Descrizione del tema**

L'art. 34 – *quinquies*, comma 5, RE prevede che: “ i criteri di riparto indicati nel prospetto assicurano la parità di trattamento tra gli aderenti all’offerta. Il riparto è effettuato dal responsabile del collocamento”. Si tratta di una delle disposizioni attuative dell'art. 95, comma 1, lett. c), TUF, secondo il quale la Consob, con proprio regolamento, deve stabilire le modalità di svolgimento della sollecitazione anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari.

La previsione dell’obbligo del riparto centralizzato in capo al responsabile del collocamento fu introdotta dalla Consob nel 1999, in quanto dall’esperienza di vigilanza acquisita era stata rilevata “*l’esigenza di semplificare e al contempo rendere più trasparenti le procedure di riparto*”, esigenza affrontata, da un lato, liberalizzando i criteri di riparto purché compiutamente descritti nel prospetto e, dall’altro, introducendo l’obbligo del riparto centralizzato da un unico soggetto che si assume la responsabilità in ordine al suo corretto svolgimento<sup>1</sup>.

Alcuni partecipanti al gruppo di lavoro hanno osservato che la procedura del riparto centralizzato rappresenta un costo aggiuntivo nel contesto delle IPO (offerte pubbliche iniziali di azioni finalizzate all’ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato) rivolte a investitori *retail* ed è gestita sostanzialmente in regime di monopolio dalla SIA. Inoltre, la probabilità per il sottoscrittore dei titoli di ottenerne l’assegnazione con il riparto decentrato è pressoché analoga al riparto centralizzato. Il costo incrementale legato alla previsione regolamentare Consob relativa al riparto centralizzato, secondo quanto osservato, è quindi legato all’esigenza del responsabile del collocamento di adottare specifiche procedure informatiche, omogenee per tutti gli intermediari partecipanti al consorzio di collocamento e a oggi gestite soltanto da SIA, per poter ottemperare a tale obbligo.

Non sembra che l’abrogazione di tale previsione, specialmente nell’attuale contesto di mercato dove appare raro che i titoli offerti si trovino in situazione di eccesso di domanda, implichi svantaggi sul piano della vigilanza della Consob sulla correttezza dello svolgimento delle offerte pubbliche di strumenti finanziari. Infatti, restano comunque fermi in capo al responsabile del collocamento gli obblighi di verifica della regolarità delle operazioni di collocamento e dell’eventuale riparto. Ai fini delle suddette verifiche il responsabile del collocamento deve ottenere i dati completi sulle adesioni presentate presso ogni singolo collocatore, ma ciò non implica necessariamente che a tal fine debba adottare un’unica procedura informatica accentrata. Inoltre, la Consob potrà sempre, ove raccolga segnali di sospetto o di anomalia, rivolgersi al responsabile del collocamento per acquisire le necessarie informazioni anche avviando, in caso di riscontro di irregolarità, l’applicabile procedura sanzionatoria.

## **Proposta di modifica**

Art. 34-*quinquies*  
(Svolgimento dell’offerta al pubblico)

(...)

5. I criteri di riparto indicati nel prospetto assicurano la parità di trattamento tra gli aderenti all’offerta. ~~Il riparto è effettuato dal responsabile del collocamento.~~

<sup>1</sup> Cfr. Documento di consultazione Consob per modifiche al Regolamento Emittenti, “*NOTA TECNICA IN MATERIA DI SOLLECITAZIONE ALL’INVESTIMENTO (10 novembre 1998)*”.

### 3. INFORMAZIONE SU OPERAZIONI STRAORDINARIE

#### Descrizione del tema

Ferma restando la permanenza di adeguate garanzie di informativa al pubblico, l'obiettivo è quello di attribuire agli emittenti la facoltà di deroga rispetto all'applicazione degli obblighi permanenti derivanti dalla quotazione, disciplinati attualmente dalla legge e dai relativi regolamenti Consob di attuazione.

Al fine di introdurre una differenziazione fra regimi di adempimenti, si intende prevedere un regime di *opt-out* per gli emittenti quotati relativamente ai documenti informativi da predisporre in occasione di operazioni straordinarie significative secondo schemi predisposti dalla Consob. Tale previsione non richiede una modifica statutaria da parte della società.

#### Proposta di modifica

Art. 70

*(Fusioni, scissioni e aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura)*

(...)

4. Gli emittenti azioni, in ipotesi di operazioni significative di fusione, scissione o di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, individuate secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3B, o su richiesta della Consob, in relazione alle caratteristiche dell'operazione, **salvo quanto previsto al comma 6**, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul proprio sito internet e con le altre modalità indicate nel Capo I, almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B.

5. Nei casi in cui le operazioni indicate nei commi precedenti siano deliberate da organi diversi dall'assemblea ai sensi degli articoli 2365, comma 2, 2505, comma 2, 2505-bis, comma 2, 2506-ter nonché dell'articolo 2443, commi 2 e 3, del codice civile:

a) i documenti indicati nei commi 1 e 3 per i quali il codice civile prevede la messa a disposizione dei soci prima della delibera dell'organo competente, sono messi a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet dell'emittente e con le altre modalità indicate nel Capo I, nei termini previsti dal codice civile;

b) il documento informativo indicato nel comma 4 è messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet dell'emittente e con le altre modalità indicate nel Capo I, entro quindici giorni dalla delibera dell'organo competente;

c) il verbale delle deliberazioni adottate è messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet dell'emittente e con le altre modalità indicate nel Capo I, entro trenta giorni dalla data delle deliberazioni.

**6. Fermi restando gli obblighi informativi previsti dalla legge e salvo che il regolamento adottato dalla società di gestione del mercato disponga diversamente, gli emittenti possono derogare all'adempimento previsto dal comma 4, dandone comunicazione alla Consob, alla società di gestione del mercato e al pubblico all'atto della presentazione della domanda**

**finalizzata all'ammissione alle negoziazioni delle proprie azioni e con le modalità indicate nel Capo I.**

Art. 71

*(Acquisizioni e cessioni)*

1. Gli emittenti azioni, in ipotesi di operazioni di acquisizione o di cessione significative, individuate secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3B, o su richiesta della Consob, in relazione alle caratteristiche dell'operazione, **salvo quanto previsto al comma 2**, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul proprio sito internet e con le altre modalità indicate nel Capo I, entro quindici giorni dalla conclusione dell'operazione, un documento informativo redatto in conformità all'allegato 3B. Si applica l'articolo 65-bis, comma 2.

**2. Fermi restando gli obblighi informativi previsti dalla legge e salvo che il regolamento adottato dalla società di gestione del mercato disponga diversamente, gli emittenti possono derogare all'adempimento previsto dal comma 1, dandone comunicazione alla Consob, alla società di gestione del mercato e al pubblico all'atto della presentazione della domanda finalizzata all'ammissione alle negoziazioni delle proprie azioni e con le modalità indicate nel Capo I.**

Art. 90

*(Fusioni, scissioni e aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura)*

(...)

2. Gli emittenti azioni trasmettono alla Consob almeno quindici giorni prima di quello fissato per l'assemblea, mediante collegamento con il meccanismo di stoccaggio autorizzato ai sensi dell'articolo 65-septies, comma 3, il documento informativo previsto dall'articolo 70, comma 4, **ove redatto.**

Art. 91

*(Acquisizioni e cessioni)*

1. Gli emittenti azioni trasmettono alla Consob il documento informativo predisposto ai sensi dell'articolo 71, **ove redatto**, entro quindici giorni dalla conclusione dell'operazione, mediante collegamento con il meccanismo di stoccaggio autorizzato ai sensi dell'articolo 65-septies, comma 3.

**Art. X della delibera di modifica del Regolamento Emittenti**  
**(Disposizioni transitorie e finali)**

**Salvo che il regolamento adottato dalla società di gestione del mercato disponga diversamente, gli emittenti azioni le cui azioni sono già ammesse alle negoziazioni alla data di entrata in vigore della presente delibera, possono effettuare la scelta prevista dagli articoli 70, comma 6 e 71, comma 2, del regolamento sugli emittenti entro il ....., dandone comunicazione secondo le modalità ivi indicate.**



**Il comma 6 dell'articolo 70 e il comma 2 dell'articolo 71 entrano in vigore trascorsi 120 giorni dalla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della presente delibera.**

**4. SEMPLIFICAZIONI IN RELAZIONE ALLA TRASPARENZA RELATIVA AI CODICI DI COMPORTAMENTO**

**Descrizione del tema**

Le associazioni di categoria e le società di gestione dei mercati regolamentati che promuovano codici di comportamento sono tenute ad inviare alla Consob una sintesi dei codici stessi nonché, nel caso di associazioni, una indicazione della loro rappresentatività (art. 89-ter del RE). Nell'ambito dei lavori del Tavolo è stato osservato come tale obbligo sia da ritenersi semplificabile in quanto gli obiettivi informativi che lo caratterizzano possono essere facilmente raggiunti con la semplice pubblicazione integrale del codice sul sito web delle società emittenti che vi aderiscono.

Si è ritenuto pertanto possibile modificare l'art. 89-ter del RE eliminando l'invio alla Consob delle relative informazioni e la pubblicazione della descrizione sintetica dei codici a favore della pubblicazione del testo integrale sul sito delle Associazioni. Ciò consentirebbe la trasformazione dell'attuale sistema di trasparenza verso la Consob in un sistema più semplice ed aperto al mercato e pertanto più economico ed efficace. Si è inoltre ritenuto opportuno modificare gli artt. 89-bis e 89-ter del RE al fine di semplificare le modalità di informazione sull'adesione ai codici eliminando l'ulteriore trasmissione di notizie alle società di gestione dei mercati già oggetto di invio tramite le procedure di stoccaggio della documentazione di tipo finanziario.

L'intervento di modifica del RE risulta applicabile a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi quotati sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: emittenti quotandi).

**Proposta di modifica**

Art. 65  
(Definizioni)

3-bis. Nella Sezione VI del Capo II del presente Titolo si intende per "codici di comportamento": i codici di autodisciplina in materia di governo societario promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. ~~degli operatori.~~

Art. 89-bis  
(Informazioni sull'adesione ai codici di comportamento)

1. Gli emittenti valori mobiliari pubblicano annualmente le informazioni relative all'adesione a codici di comportamento indicate nell'articolo 123-bis, comma 2, lettera a), del Testo unico.
2. Le informazioni indicate nel comma 1 sono riportate integralmente nella sezione della relazione sulla gestione indicata nell'articolo 123-bis, comma 1, del Testo unico, ovvero in una relazione distinta approvata dall'organo di amministrazione e pubblicata congiuntamente alla relazione sulla gestione o mediante un riferimento nella relazione sulla gestione indicante dove tale documento sia disponibile al pubblico nel sito internet della società.
3. ~~Gli emittenti indicati nel comma 1 comunicano le informazioni indicate nella medesima disposizione alla società di gestione o all'associazione di categoria degli operatori che promuove il~~

~~codice di comportamento al quale la relazione si riferisce entro il quinto giorno lavorativo dalla loro pubblicazione.~~

4. Gli emittenti indicati al comma 1 che non hanno aderito o che intendono non proseguire nell'adesione a codici di comportamento ne danno notizia con le modalità indicate nel comma 2

Art. 89-ter

*(Pubblicità dei codici di comportamento)*

1. Le associazioni di categoria ~~degli operatori~~ **che promuovono codici di comportamento** ~~trasmettono alla Consob e alle società di gestione dei mercati regolamentati italiani nei quali sono quotate le azioni emesse dalle società che aderiscono ai codici di comportamento promossi, entro il quinto giorno lavorativo dall'approvazione del codice:~~

a) **pubblicano, in un'apposita sezione del proprio sito internet:**

1) informazioni sul grado di rappresentatività dell'associazione rispetto alla categoria di operatori di riferimento;

b) una descrizione sintetica del contenuto del codice;

e) 2) il testo integrale del codice.

**b) danno notizia dell'approvazione del codice alla società di gestione dei mercati regolamentati italiani nei quali sono negoziate le azioni emesse dagli emittenti che aderiscono ai codici di comportamento, trasmettendo l'indirizzo dell'apposita sezione del proprio sito internet indicata alla lettera a). Le società di gestione dei mercati danno informazione al pubblico dell'approvazione del codice in un'apposita sezione del proprio sito internet.**

2. Le società di gestione ~~che promuovono codici di comportamento~~ ~~trasmettono alla Consob e alle altre società di gestione dei mercati regolamentati italiani nei quali sono quotate azioni emesse dalle società che aderiscono ai codici di comportamento promossi, entro il quinto giorno lavorativo dall'approvazione del codice:~~ **pubblicano, in un'apposita sezione del proprio sito internet,**

a) una descrizione sintetica del contenuto del codice;

b) il testo integrale del codice.

3. Sulla base delle comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 89-bis, comma 4, le associazioni di categoria ~~degli operatori e le società di gestione forniscono tempestivamente indicazione delle società con azioni quotate che aderiscono ai codici di comportamento alle società di gestione dei mercati regolamentati italiani nei quali sono quotate le azioni.~~

4. Le società di gestione e le associazioni di categoria degli operatori ~~pubblicano tempestivamente, in un'apposita sezione del proprio sito internet, le informazioni trasmesse ai sensi dei commi 1, 2 e 3 e le relazioni ricevute ai sensi dell'articolo 89-bis, comma 3.~~

5. Entro il quinto giorno lavorativo di ogni mese, le società di gestione e le associazioni di categoria degli operatori che promuovono codici di comportamento comunicano, secondo le modalità indicate nei commi 1 e 2, eventuali variazioni intervenute nel mese precedente.

~~6. Le società di gestione, entro cinque giorni lavorativi dalla loro ricezione, pubblicano in un'apposita sezione del proprio sito internet le informazioni ricevute ai sensi dei commi 1, 2 e 5, anche mediante collegamento ipertestuale alle sezioni dei siti internet indicate nel comma 4, nonché l'elenco aggiornato delle società che aderiscono ai codici di comportamento.~~

## 5. RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO E GIUDIZI DEL MERITO DI CREDITO

### Descrizione del tema

Nell'ambito del Tavolo di Lavoro è stato segnalato che la disciplina della pubblicazione delle raccomandazioni di investimento e dei giudizi di merito di credito potrebbe essere oggetto di utile revisione. L'art. 69-*novies*, comma 2, del RE Consob prevede infatti un obbligo di generale pubblicazione delle ricerche elaborate per la propria clientela da parte dei soggetti abilitati che svolgono attività di specialisti e/o sponsor, o ruoli equivalenti, previsti dai regolamenti approvati dalle società di gestione dei mercati, ovvero di *lead-manager* o di *co-lead-manager* nell'ambito di un'offerta pubblica di strumenti finanziari o di un collocamento eseguito esclusivamente con investitori istituzionali. In particolare, l'adempimento riguarda le raccomandazioni in forma scritta prodotte o diffuse nel periodo di svolgimento dell'incarico ed inerenti agli emittenti oggetto dei predetti incarichi. I soggetti abilitati possono adempiere pubblicando le ricerche entro 60 giorni dall'inizio della loro distribuzione. L'art. 69-*decies* del RE Consob dispone inoltre che i soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito, escluse le agenzie di rating<sup>2</sup>, osservano, nello svolgimento di tale attività, le prescrizioni contenute nello stesso RE Consob in merito alla correttezza e alla trasparenza dei conflitti di interesse previste per i soggetti che producono le raccomandazioni di investimento.

Alla luce delle citate considerazioni è stato rilevato nell'ambito del Tavolo di Lavoro che l'utilità della pubblicazione delle ricerche dopo sessanta giorni dall'inizio della distribuzione, tenuto conto dell'abituale velocità di aggiornamento delle stime, non sia tale da giustificare gli oneri connessi al mantenimento da parte dei soggetti interessati di procedure dedicate ad assolvere tale adempimento. Appare invece importante mantenere il potere in capo alla Consob di chiedere, ove necessario tenuto conto dell'andamento delle quotazioni, la pubblicazione immediata delle ricerche per le quali sia già iniziata la distribuzione ai clienti dell'intermediario. L'esperienza sviluppata in relazione all'utilizzo di tale potere ne conferma l'elevata utilità ai fini della vigilanza sul corretto funzionamento dei mercati.

In relazione all'art. 114, comma 8 del TUF - in base al quale gli obblighi di correttezza relativi alle ricerche vengono estesi anche alle valutazioni del merito di credito elaborate da soggetti diversi dalle agenzie di rating - è stato evidenziato che, a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento CE n. 1060/2009, gli unici soggetti che possono emettere giudizi "di rating del credito" sono le agenzie di rating autorizzate nella misura in cui tali pareri facciano riferimento a categorie di rating prestabilite. Poiché il regolamento n. 1060 contiene una disciplina esaustiva in materia di divulgazione di *rating* per dette agenzie, si può ritenere congruo modificare l'art. 69-*decies* del RE

<sup>2</sup> Per le quali restano ferme le disposizioni contenute nel Regolamento n. 1060/2009/CE.

Consob, eliminando il riferimento a soggetti diversi da dette agenzie, che non possono emettere giudizi “di rating di credito”, riportando invece un esplicito rinvio al Regolamento europeo per quanto riguarda l’esercizio di detta attività.

Sulla base delle precedenti considerazioni è stato proposto di:

- eliminare l’obbligo contenuto del RE Consob relativo alla pubblicazione delle ricerche prodotte dagli *specialist, sponsor, lead-manager* o *co-lead-manager*;
- modificare la disciplina in merito alla correttezza delle valutazioni di merito di credito in linea con quanto sopra indicato.

Resterebbe ferma la possibilità per le società di gestione del mercato di prevedere adempimenti di pubblicazione delle ricerche per specifici segmenti del mercato.

La modifica degli articoli 69-*novies* e 69-*decies* del RE risulta applicabile agli operatori che elaborano le attinenti informazioni in relazione a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi quotati sia quelli che si quoteranno dopo l’intervento legislativo: emittenti quotandi).

### **Proposta di modifica**

Art. 69-*novies*  
(*Pubblicazione delle raccomandazioni*)

1. In relazione alle raccomandazioni in forma scritta, gli emittenti strumenti finanziari, i soggetti abilitati e le persone giuridiche in rapporto di controllo con essi osservano le seguenti modalità di pubblicazione:

- a) la distribuzione avviene secondo un ordine, tempi e canali prestabiliti da parte dei predetti soggetti, il più possibile omogenei, nei confronti di soggetti che appartengono a omogenee categorie di destinatari e tali da garantire l’attualità delle raccomandazioni;
- b) le raccomandazioni sono trasmesse alla Consob contestualmente all’inizio della loro distribuzione.

~~2. Fermo restando quanto previsto al comma precedente, i soggetti abilitati che svolgono attività di specialisti e/o sponsor, o ruoli equivalenti, previsti dai regolamenti approvati dalle società di gestione dei mercati, ovvero di lead-manager o di co-lead-manager nell’ambito di un’offerta pubblica di strumenti finanziari o di un collocamento eseguito esclusivamente con investitori istituzionali, e le persone giuridiche in rapporto di controllo con essi, pubblicano le raccomandazioni in forma scritta, prodotte o diffuse nel periodo di svolgimento dell’incarico inerenti agli emittenti oggetto dei predetti incarichi, secondo una delle seguenti modalità:~~

- ~~a) trasmissione alla società di gestione del mercato che le mette a disposizione del pubblico; ovvero~~
- ~~b) messa a disposizione direttamente sul proprio sito internet, provvedendo al contestuale invio alla società di gestione del mercato di un avviso contenente la notizia della messa a disposizione e l’indirizzo internet dove la raccomandazione è consultabile.~~

~~3. La pubblicazione delle raccomandazioni prevista al comma 2 è effettuata entro il giorno in cui inizia la loro distribuzione ovvero entro sessanta giorni a partire da tale giorno, qualora le~~

~~raccomandazioni siano trasmesse a terzi sulla base di un rapporto commerciale esistente o in via di instaurazione.~~

~~4. I soggetti abilitati e le persone giuridiche in rapporto di controllo con essi indicati al comma 2 effettuano, a partire dall'inizio dello svolgimento dello specifico incarico, la pubblicazione, secondo le modalità e i tempi previsti, rispettivamente, dai commi 2 e 3, di tutte le raccomandazioni in forma scritta, il cui contenuto sia superiore alle 300 parole e la cui distribuzione sia iniziata nei tre mesi precedenti l'inizio dello svolgimento dell'incarico.~~

5. Gli emittenti strumenti finanziari e le persone giuridiche in rapporto di controllo con essi diversi dai soggetti abilitati, che producono o diffondono raccomandazioni in forma scritta, inerenti allo stesso emittente strumenti finanziari, o a tali strumenti, pubblicano tali raccomandazioni contestualmente all'inizio della loro distribuzione, con le modalità indicate nel Capo I.

6. Qualora si verifichino congiuntamente le seguenti condizioni:

a) presenza di notizie in merito ai contenuti di una raccomandazione attribuiti a uno dei soggetti indicati al comma 1;

b) sensibile variazione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari oggetto della raccomandazione rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente e/o del volume degli scambi di detti strumenti rispetto a quello del giorno precedente;

c) sia già iniziata la distribuzione della predetta raccomandazione,

i soggetti abilitati e le persone giuridiche in rapporto di controllo con essi, su richiesta della Consob, provvedono immediatamente alla pubblicazione della stessa raccomandazione secondo una delle seguenti modalità: ~~previste dal comma 2~~

**a) trasmissione alla società di gestione del mercato che le mette a disposizione del pubblico; ovvero**

**b) messa a disposizione direttamente sul proprio sito internet, provvedendo al contestuale invio alla società di gestione del mercato di un avviso contenente la notizia della messa a disposizione e l'indirizzo internet dove la raccomandazione è consultabile.**

7. La trasmissione delle raccomandazioni e l'invio dell'avviso alla società di gestione del mercato, previsti dal comma 2 6, avvengono secondo le modalità tecniche da essa specificate.

Art. 69-*decies*  
(Disposizioni applicabili)

~~1. I soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito, escluse le agenzie di rating, osservano, nello svolgimento di tale attività, le prescrizioni contenute negli articoli 69, 69 bis, 69 ter, lettere a), b), d), e) e f), 69 quater, 69 quinquies, commi 1, 2, lettera a), e 3, 69 sexies e 69 septies~~

**1. Lo svolgimento dell'attività di emissione di rating del credito è svolta in conformità al Regolamento n. 1060/2009/CE e successive modifiche.**

## **6. COMUNICAZIONE DELLE OPERAZIONI DI *INTERNAL DEALING***

### **Descrizione del tema**

Nell'ambito dei lavori del Tavolo di Lavoro è stata segnalata l'eccessiva estensione dell'universo dei soggetti ai quali si applica l'obbligo di informazione di *internal dealing*, oltre quelli previsti dalla direttiva Market Abuse (MAD), in particolare per le società in rapporto di controllo, nonché l'eccessiva frequenza di comunicazioni anche di importo basso, e quindi di scarso valore segnaletico (art. 114, comma 7 del TUF e RE art. 152-*sexies* e ss.). In relazione a tali adempimenti, il Tavolo di Lavoro ha evidenziato che la soglia che attualmente fa scattare gli obblighi di comunicazione di *internal dealing* è eccessivamente bassa (5.000 euro). Sul tema si evidenzia che nella proposta di modifica della direttiva MAD la Commissione UE ha manifestato la volontà di elevare tale limite. In attesa della probabile modifica della MAD su tale argomento, si ritiene almeno possibile intervenire al fine di ridurre la frequenza delle comunicazioni.

Attualmente il RE prevede che al superamento del limite di 5.000 euro entro la fine dell'anno i soggetti interessati debbano comunicare tutte le successive operazioni anche se inferiori ai 5.000 euro. Si può modificare il RE stabilendo che una volta comunicata un'operazione, purché complessivamente superiore ai 5.000 euro, la successiva sia comunicata soltanto nel caso in cui, anche considerando complessivamente più operazioni, sia nuovamente superata la soglia di 5.000 euro.

La modifica dell'art. 152-*septies* del RE risulta applicabile a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi *quotati* sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: emittenti *quotandi*).

### **Proposta di modifica**

Art. 152-*septies*  
(Ambito di applicazione)

1. L'articolo 114, comma 7, del Testo unico si applica:

- a) alle società italiane emittenti azioni negoziate nei mercati regolamentati italiani o comunitari;
- b) alle società che non abbiano sede in uno stato comunitario che sono tenute a depositare in Italia le informazioni annuali relative alle azioni ai sensi dell'articolo 10 della direttiva 2003/71/CE.

2. Gli obblighi previsti dall'articolo 114, comma 7, del Testo unico si applicano alle operazioni di acquisto, vendita, sottoscrizione o scambio di azioni o di strumenti finanziari collegati alle azioni.

3. Non sono comunicate:

- a) le operazioni il cui importo complessivo non raggiunga i cinquemila euro entro la fine dell'anno; **successivamente ad ogni comunicazione non sono comunicate le operazioni il cui importo complessivo non raggiunga un controvalore di ulteriori cinquemila euro entro la fine**

**dell'anno;** per gli strumenti finanziari collegati derivati l'importo è calcolato con riferimento alle azioni sottostanti;

b) le operazioni effettuate tra il soggetto rilevante e le persone ad esso strettamente legate;

c) le operazioni effettuate dallo stesso emittente quotato e da società da esso controllate.

4. L'importo indicato al comma 3, lettera a), è calcolato sommando le operazioni, relative alle azioni e agli strumenti finanziari ad esse collegati, effettuate per conto di ciascun soggetto rilevante e quelle effettuate per conto delle persone strettamente legate a tali soggetti.

## **7. DIFFUSIONE SELETTIVA DELLE INFORMAZIONI PREVISIONALI**

### **Descrizione del tema**

La regolamentazione in materia di diffusione selettiva delle informazioni previsionali prevede adempimenti di trasparenza in relazione ad informazioni rilevanti per gli investitori a prescindere dal carattere di "informazione privilegiata" posseduto dalle stesse (art. 68 del RE). Ai fini dell'applicazione di tale disposizione resta fermo che le informazioni previsionali debbano avere un sufficiente grado di "rilevanza" e quindi essere caratterizzate dalla materialità. A tale riguardo, nell'ambito della prassi di *enforcement*, la Consob ha fatto riferimento ad informazioni che possono avere una "influenza" sulle quotazioni sia pure non "sensibile" come previsto dall'art. 181 del TUF per le informazioni privilegiate. In generale si può osservare che nella categoria dei dati previsionali e obiettivi quantitativi sono da includere sia i dati di *budget* sia le previsioni di breve periodo sia i piani strategici industriali.

È stato rilevato che tale impostazione non appare in linea con il testo delle disposizioni contenute nel Testo Unico (art. 114, comma 4, TUF) secondo le quali la *disclosure* al pubblico dell'informazione comunicata a terzi nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio è dovuta solo qualora i destinatari di tale comunicazione non siano soggetti "ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale". La norma del RE in questione, secondo l'attuale formulazione, rende invece incerta (ad esempio nel caso dell'art. 66, comma 3 del RE relativo ai dati contabili) la possibilità di comunicare informazioni previsionali nel corso di trattative avviate con soggetti terzi per realizzare operazioni straordinarie quali M&A, offerte ecc. Si è quindi ritenuto opportuno individuare soluzioni che rendano possibile la comunicazione selettiva di tali informazioni nei limiti indicati nel Testo unico.

Si ritiene possibile consentire la *selective disclosure* delle informazioni previsionali allineando il testo dell'art. 68 del RE con la previsione del Testo unico secondo la quale la *disclosure* al pubblico dell'informazione comunicata a terzi nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio è dovuta solo qualora i destinatari di tale comunicazione non siano soggetti "ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale" (art. 114, comma 4, TUF). Si può inoltre definire in modo più appropriato il concetto di "diffusione" quale condizione sulla base della quale attivare il dispositivo della norma specificando che con detto termine si debba intendere una comunicazione nei confronti di uno o più soggetti terzi.

La modifica dell'art. 68 del RE risulta applicabile a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi quotati sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: emittenti quotandi).

**Proposta di modifica**

Art. 68

*(Dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo)*

1. Gli emittenti strumenti finanziari **non** possono ~~diffondere~~ **comunicare a soggetti esterni** dati previsionali ed obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, nonché dati contabili di periodo **se non** a condizione che tali dati siano **contestualmente** messi a disposizione del pubblico con le modalità indicate nel Capo I, **salvo che i predetti soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale e la comunicazione avvenga nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio**. Gli emittenti stessi verificano la coerenza dell'andamento effettivo della gestione con i dati previsionali e gli obiettivi quantitativi diffusi ed informano senza indugio il pubblico, con le stesse modalità, di ogni loro rilevante scostamento.

**8. DIFFUSIONE SELETTIVA DI DATI CONTABILI**

**Descrizione del tema**

È stato osservato nell'ambito dei lavori del Tavoli di Lavoro che le norme in materia di diffusione selettiva di dati contabili non appaiono in linea con il testo delle disposizioni contenute nel Testo Unico (art. 114, comma 4, TUF) secondo le quali la *disclosure* al pubblico dell'informazione comunicata a terzi nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio è dovuta solo qualora i destinatari di tale comunicazione non siano soggetti "ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale". In particolare, l'art. 66, comma 3 del RE, secondo l'attuale formulazione, rende incerta la possibilità di comunicare informazioni di tale genere nel corso di trattative avviate con soggetti terzi ai fini della realizzazione di operazioni straordinarie quali M&A, offerte ecc. Si è quindi ritenuto opportuno individuare soluzioni che rendano possibile la comunicazione selettiva di informazioni di tipo contabile nei limiti indicati nel Testo Unico, offrendo così un quadro giuridico sicuro per l'attivazione delle c.d. *data room*.

Al fine di consentire la trasmissione selettiva dei dati contabili per le finalità sopra indicate si ritiene di poter allineare il testo dell'art. 66, comma 3, del RE con la previsione del Testo Unico, prevedendo che la *disclosure* al pubblico delle informazioni in questione comunicata a terzi nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio è dovuta solo qualora i destinatari di tale comunicazione non siano soggetti ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale.

La modifica del RE risulta applicabile a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi quotati sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: emittenti quotandi).

**Proposta di modifica**

Art. 66

*(Eventi e circostanze rilevanti)*

(...)

3. Gli emittenti strumenti finanziari informano il pubblico, con le modalità previste nel Capo I:  
a) delle proprie situazioni contabili destinate ad essere riportate nel bilancio di esercizio, nel



bilancio consolidato e nel bilancio semestrale abbreviato, nonché delle informazioni e delle situazioni contabili ~~qualora siano~~ destinate ad essere riportate nei resoconti intermedi di gestione, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni, salvo che **la comunicazione avvenga nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio e** i predetti soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza **legale, regolamentare, statutario o contrattuale** e la comunicazione sia effettuata in applicazione di obblighi normativi, ovvero non appena **quando le medesime situazioni contabili o le medesime informazioni** abbiano acquisito un sufficiente grado di certezza;

b) delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, il bilancio semestrale abbreviato e i resoconti intermedi di gestione.

(...)

## 9. COMMENTO DEI RUMOUR DA PARTE DEGLI EMITTENTI

### Descrizione del tema

La disciplina italiana dei *rumour* è considerata eccessivamente vincolante dagli emittenti per quanto concerne i relativi adempimenti. La critica più frequente riguarda l'imposizione di un obbligo di commento a prescindere dalla precisione delle indiscrezioni pubblicate dagli organi di informazione e dalla eventuale responsabilità delle società ai fini delle diffusione di tali informali notizie (art. 66, comma 4, del RE, che sposa una linea diversa rispetto alle linee guida c.d. "di livello 3" emanate dal CESR).

Nell'ambito dei lavori del Tavolo si è ritenuto opportuno individuare soluzioni che, lasciando ferma la disciplina attuale, consentano tuttavia agli emittenti di scegliere tra diverse opzioni al fine di evitare l'obbligatorietà del commento ai *rumour*. In particolare, le possibili alternative dovrebbero, da un lato, contribuire a ridurre gli incentivi a diffondere da parte di soggetti terzi *rumour*, anche falsi, al solo fine di ottenere, da parte degli emittenti, la comunicazione di informazioni rilevanti (c.d. "*fishing*"). Dall'altro, non dovrebbero consentire alle società di decidere di volta in volta come commentare i *rumour* falsi, ad esempio limitandosi a smentire quelli a sé sfavorevoli tacendo, al contrario, su quelli favorevoli.

Si può pertanto ritenere utile una modifica che consenta agli emittenti di sottrarsi alla regola generale, che impone di commentare tutti i *rumour* che circolino sul mercato in presenza di andamenti anomali dei prezzi, limitando i commenti alle sole ipotesi in cui la presenza di notizie indichi che si è avuta una rottura nella confidenzialità delle informazioni privilegiate.

In particolare, al fine di realizzare tale obiettivo, si potrebbe prevedere di non applicare la norma sui *rumour* agli emittenti che abbiano adottato e comunicato al pubblico procedure che impongano sempre di non commentare le voci di mercato, purché si possa dimostrare con ragionevolezza che la notizia non derivi dalla rottura della confidenzialità e l'emittente abbia commentato in passato indiscrezioni soltanto in casi simili a tale ultima circostanza.

La modifica risulta applicabile a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi quotati sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: emittenti quotandi).

### Proposta di modifica

Art. 66

(Eventi e circostanze rilevanti)

(...)

4. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 114, comma 4, del Testo unico, allorché in presenza di notizie diffuse tra il pubblico non ai sensi del presente articolo concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari, operazioni di finanza straordinaria relative a tali emittenti ovvero l'andamento dei loro affari, il prezzo degli stessi strumenti ~~vari~~ nel mercato nel quale tali strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti **mostri movimenti anomali in misura rilevante** rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente **e/o all'andamento degli indici settoriali rilevanti**, gli emittenti stessi o i soggetti che li controllano, ove interessati dalle predette notizie, pubblicano, senza indugio e con le modalità indicate nel Capo I, un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, ~~al fine di ripristinare condizioni di parità informativa.~~

**4-bis. Il comma 4 non si applica agli emittenti che abbiano adottato procedure, in materia di pubblicazione di informazioni al pubblico, che impongano sempre di non commentare le voci di mercato, purché:**

**a) le procedure siano state rese pubbliche sul sito internet degli emittenti;**

**b) le notizie indicate nel comma 4 non siano sufficientemente precise da far ritenere che sia venuta meno la riservatezza in merito ad un'informazione privilegiata in possesso degli emittenti;**

**c) gli emittenti abbiano commentato, dalla data di adozione delle procedure, voci di mercato nei soli casi previsti dalla lettera b).**

## **10. RITARDO DELLA PUBBLICAZIONE DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE**

### **Descrizione del tema**

Nell'ambito del Tavolo è stata considerata la possibilità di attribuire alla responsabilità degli emittenti l'individuazione delle ipotesi valide per il ritardo della comunicazione delle informazioni privilegiate, eliminando la valutazione caso per caso della Consob. In particolare, è stato evidenziato che la discrezionalità dell'emittente appare limitata dal fatto che il comma 3 dell'art. 114 del TUF:

- non prevede direttamente il riferimento ai "legittimi interessi" validi per il ritardo, citati dalla direttiva sugli abusi di mercato, che sono invece menzionati soltanto nella regolamentazione secondaria Consob;
- rinvia ai fini dell'esercizio di tale facoltà alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento;
- attribuisce alla Consob il potere di individuare misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato, ripresa dall'art. 6, par. 7, della direttiva 2003/6/CE, ed impropriamente inserita in questo comma, in quanto tale competenza apparirebbe ridondante rispetto al generale potere attribuito alla Consob dal comma 1 dello stesso articolo.

Si rileva che l'argomento in questione è oggetto di modifica nell'ambito del processo di revisione della direttiva MAD il cui esito è previsto nei prossimi mesi.

Al fine di consentire la semplificazione dell'esercizio del ritardo da parte degli emittenti mantenendo una sufficiente tutela degli investitori tramite una specifica attività di vigilanza della Consob appare possibile intervenire sostituendo nel RE l'obbligo di immediata comunicazione alla Consob della notizia del ritardo di pubblicazione delle informazioni con la comunicazione del rinvio della comunicazione al momento della successiva diffusione delle informazioni precedentemente oggetto di ritardo.

Tale soluzione risulta in linea con le ipotesi di modifica della MAD illustrate dalla Commissione UE.

La modifica risulta applicabile a tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi *quotati* sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: *emittenti quotandi*).

In tale ambito è stata anche discussa la revisione dell'art. 114, comma 3, del TUF al fine di indicare direttamente in tale norma le condizioni sulla base delle quali gli emittenti possano esercitare il ritardo identificabile nel "*fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi*" e l'attribuzione alla Consob, nella stessa norma, la competenza per la determinazione di un elenco non esaustivo di circostanze a cui possono riferirsi tali interessi.

### **Proposta di modifica**

Art. 66-bis  
(Ritardo della comunicazione)

(...)

4. I soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi dell'articolo 114, comma 3, del Testo unico ~~ne danno senza indugio~~ notizia alla Consob **dell'avvenuto ritardo**, indicando le connesse circostanze, **entro il momento della successiva pubblicazione della medesima informazione**.

5. La Consob, avuta notizia ~~ai sensi del comma 4 ovvero in altro modo~~ di un ritardo nella comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, può richiedere ai soggetti interessati, valutando le circostanze dagli stessi rappresentate, di procedere senza indugio a tale comunicazione. In caso di inottemperanza la Consob può provvedere direttamente a spese degli interessati

## **11. LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI PER I MEMBRI DELL'ORGANO DI CONTROLLO**

### **Descrizione del tema**

Alcuni Partecipanti al Tavolo hanno espresso l'esigenza di rivedere e semplificare la disciplina del cumulo degli incarichi dei membri dell'organo di controllo. In particolare, è stato richiesto di modificare la regolamentazione con cui la Consob ha dato attuazione all'art. 148-bis TUF (artt. 144-duodecies – 144-quinquiesdecies del Regolamento Emittenti), nell'intento di semplificare l'attuale sistema di computo degli incarichi esercitati dai membri dell'organo di controllo, ritenuto meccanicistico ed eccessivamente complicato. L'attuale disciplina presenta inoltre, secondo alcuni Partecipanti, problemi nell'applicazione al sistema di amministrazione e controllo dualistico. L'equiparazione automatica dei consiglieri di sorveglianza ai sindaci non tiene conto della possibilità che tra i primi figurino anche soci di controllo dell'emittente, per i quali il rispetto della

regolamentazione sul cumulo limiterebbe il numero di cariche detenibili anche in società non quotate, rendendo impraticabile l'adozione stessa del sistema dualistico.

Pertanto, nell'ambito del Tavolo è risultata condivisa l'esigenza di semplificare la disciplina regolamentare.

Un'ipotesi di modifica inizialmente prospettata consiste nell'introdurre la possibilità per gli emittenti di elevare, nel proprio statuto ed entro un valore massimo definito, il limite al numero di incarichi esercitabili in altre società quotate dai membri dell'organo di controllo. La modifica presenterebbe il vantaggio di aumentare, seppure entro un limite definito in via regolamentare, i margini di flessibilità dell'attuale normativa. Tuttavia, secondo alcuni Partecipanti, rimettere alle società la scelta potrebbe comportare rischi di comportamenti non virtuosi da parte di alcune di esse e semplificherebbe solo parzialmente l'attuale sistema.

Un maggiore consenso è emerso su un'ipotesi di forte semplificazione della disciplina del cumulo degli incarichi. Per realizzare tale obiettivo è stata considerata una semplificazione della regolamentazione attuativa contenuta nel Regolamento Emittenti, che attenui l'onerosità dell'attuale sistema per i membri dell'organo di controllo che solo limitatamente svolgono incarichi in emittenti quotati o diffusi. Per tali soggetti si propone infatti di ampliare il numero di incarichi esercitabili in società di capitali 'chiuse', a fronte, tuttavia, di una limitazione a non più di un incarico di componente dell'organo di controllo in società quotate o diffuse.

### **Proposta di modifica**

*Art. 144-terdecies  
(Limiti al cumulo degli incarichi)*

1. Non possono assumere la carica di componente dell'organo di controllo di un emittente coloro i quali ricoprono la medesima carica in cinque emittenti.
  2. Il componente dell'organo di controllo di un emittente può assumere altri incarichi di amministrazione e controllo presso le società di cui al Libro V, Titolo V, Capi V, VI e VII del codice civile, nel limite massimo pari a sei punti risultante dall'applicazione del modello di calcolo contenuto nell'Allegato 5-bis, Schema 1, **salvo che ricopra la carica di componente dell'organo di controllo in un solo emittente.**
  3. Gli incarichi esenti e gli incarichi di amministrazione e controllo presso le società piccole non rilevano al fine del calcolo del cumulo degli incarichi di cui al comma 2.
  4. Gli statuti degli emittenti possono ridurre i limiti al cumulo degli incarichi previsti dai commi 1 e 2 ovvero, fermo quanto previsto dai medesimi commi, possono prevedere ulteriori limiti.
- 4-bis. Fermo quanto previsto dai commi 1 e 2, il componente dell'organo di controllo che superi per cause a lui non imputabili tali limiti, entro novanta giorni dall'avvenuta conoscenza di detto superamento, rassegna le dimissioni da uno o più degli incarichi precedentemente ricoperti. La presente disposizione si applica anche ai supplenti che subentrano nell'organo di controllo a decorrere dalla data della delibera dell'assemblea che provvede alla nomina ai sensi dell'articolo 2401 del codice civile.
- 4-ter. La Consob fornisce al componente dell'organo di controllo conferma dell'avvenuto superamento dei limiti al cumulo degli incarichi secondo le modalità e nei tempi stabiliti

nell'apposito Manuale Tecnico.

*Art. 144-quaterdecies  
(Obblighi di informativa alla Consob)*

1. Entro dieci giorni dall'assunzione o dalla cessazione, a qualunque titolo, di un incarico di amministrazione o controllo, il componente dell'organo di controllo comunica alla Consob, secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 5-bis, rispettivamente Schema 1 e Schema 3, l'incarico o gli incarichi assunti e/o cessati.

2. Il componente dell'organo di controllo comunica alla Consob, secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 5-bis, Schema 2:

a) entro dieci giorni dall'evento, le variazioni attinenti agli incarichi in essere nonché le variazioni dei propri dati anagrafici;

b) entro dieci giorni dall'approvazione del bilancio di riferimento, i dati dimensionali della società nella quale è ricoperto l'incarico;

c) entro dieci giorni dal momento in cui viene a conoscenza dell'evento, le variazioni nei rapporti di controllo rilevanti ai sensi dell'articolo 144-duodecies, comma 1, lettera i).

3. Il soggetto che per la prima volta assume l'incarico di componente dell'organo di controllo di un emittente, entro novanta giorni dall'assunzione dell'incarico, comunica alla Consob, secondo le istruzioni contenute nell'Allegato 5-bis, Schema 1, i dati relativi agli incarichi di cui al comma 1.

**4. Il presente articolo non si applica a chi ricopre la carica di componente dell'organo di controllo in un solo emittente.**

**B. REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI**

**12. EVIDENZA DELL'ESERCIZIO DEGLI OPT-OUT DA PARTE DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE**

**Descrizione del tema**

Nell'ottica di semplificazione e razionalizzazione del quadro normativo e di rafforzamento degli incentivi allo sviluppo del mercato dei capitali, l'approccio sopra delineato vedrà la presenza di imprese che si differenziano in base ad una serie di requisiti di trasparenza e di *corporate governance*, nella logica di consentire alle imprese la possibilità di scegliere se allinearsi solo agli standard regolamentari previsti dalle norme europee ovvero segnalare al mercato la loro "qualità" aderendo a norme più stringenti.

In tale quadro, permangono rischi di scarsa chiarezza degli obblighi a carico dei soggetti. Al riguardo, si ritiene che tale rischio possa essere minimizzato se le scelte effettuate dalle società (esercizio o meno degli *opt-out*) sono caratterizzate da un livello sufficiente di evidenziazione. Occorre pertanto che i segnali inviati dalle società attraverso le scelte di *opt-out* siano di facile comprensione per gli investitori che devono essere messi nelle condizioni di svolgere scelte di investimento consapevoli. A fronte di una potenziale ampia varietà di comportamenti da parte delle società quotate è quindi opportuno individuare appositi meccanismi di *signalling* che permettano agli investitori di distinguere le società in base al grado di tutela loro offerto.

Il vigente art. 16 del Regolamento Mercati, in attuazione dell'art. 62, comma 1-ter, del TUF, stabilisce che la società di gestione del mercato deve adottare regole chiare e trasparenti riguardanti l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. Tali regole devono assicurare che gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato possano essere negoziati in modo equo, ordinato ed efficiente e, nel caso dei valori mobiliari, siano liberamente negoziabili.

Al fine di minimizzare i rischi di scarsa chiarezza degli obblighi a carico dei soggetti, si ritiene opportuno integrare l'art. 16, comma 3 del Regolamento Mercati.

**Proposta di modifica**

Capo III

Ammissione, sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari  
e accesso degli operatori ai mercati regolamentati

Art. 16

*(Ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni nei mercati regolamentati)*

1. Le società di gestione adottano regole chiare e trasparenti riguardanti l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione. Tali regole assicurano che gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato possano essere negoziati in modo equo, ordinato ed efficiente e, nel caso dei valori mobiliari, siano liberamente negoziabili.

2. Nel caso di strumenti finanziari derivati, le regole assicurano che le caratteristiche del contratto derivato siano compatibili con un processo ordinato di formazione del suo prezzo, nonché con l'esistenza di condizioni efficaci di regolamento.

3. In aggiunta a quanto previsto ai commi 1 e 2, le società di gestione adottano e mantengono:

a) dispositivi efficaci per verificare che gli emittenti dei valori mobiliari ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato rispettino gli obblighi che incombono loro ai sensi del diritto comunitario per quanto riguarda gli obblighi in materia di informativa iniziale, continuativa e ad hoc;

b) dispositivi atti ad agevolare ai partecipanti al mercato l'accesso alle informazioni di cui alla lettera a) che sono state pubblicate;

c) dispositivi per controllare regolarmente l'osservanza dei requisiti di ammissione per gli strumenti finanziari che ammettono alla negoziazione;

**d) dispositivi efficaci per consentire agli investitori l'individuazione agevole degli obblighi ai quali gli emittenti ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato hanno scelto di sottostare ai sensi delle disposizioni di legge e dei regolamenti di attuazione del Testo Unico.**

4. Le società di gestione adempiono agli obblighi del presente articolo in conformità dei criteri e delle disposizioni del Regolamento n. 1287/2006/CE.

**SEZIONE II**

**“PROPOSTE DI INTERVENTI LEGISLATIVI”**

**1. LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI PER I MEMBRI DELL'ORGANO DI CONTROLLO**

**Descrizione del tema e linee di indirizzo**

Fermo restando quanto rappresentato nella precedente Sezione I al paragrafo 11, nell'ambito dei Tavoli di Lavoro è stata prospettata una modifica della normativa primaria (art. 148-*bis* TUF), che attualmente stabilisce che il limite riguarda gli incarichi svolti dai membri degli organi di controllo in tutte le società di capitali, al fine di circoscrivere l'ambito applicativo del cumulo ai soli incarichi in società quotate.

Tale ipotesi di modifica comporterebbe una forte semplificazione dell'attuale sistema.

**Proposta di intervento**

L'indicazione che emerge dal Tavolo di Lavoro è quella di semplificare fortemente l'attuale disciplina, circoscrivendo il limite ai soli incarichi svolti dai componenti dell'organo di controllo in società quotate. Una modifica dell'art. 148-*bis* del TUF in tal senso avrebbe un impatto di forte semplificazione.

**Modalità di intervento**

Modifica dell'art. 148-*bis* del TUF.

**2. REQUISITI DI INDIPENDENZA DEGLI AMMINISTRATORI**

**Descrizione del tema e linee di indirizzo**

L'ordinamento italiano contiene due diverse nozioni di indipendenza riferite agli amministratori di società quotate, una di fonte legislativa l'altra contenuta nel Codice di Autodisciplina. L'art. 147-*ter*, comma 4, del TUF richiede che almeno uno o, se l'organo ha più di sette membri, due amministratori possiedano i requisiti di indipendenza stabiliti dallo stesso TUF per i componenti dell'organo di controllo (art. 148, comma 3). Il Codice di Autodisciplina raccomanda la presenza di un numero adeguato di amministratori, valutati come indipendenti sulla base dei propri criteri applicativi (ispirati alla raccomandazione comunitaria n. 162/2005).

Dai lavori del Tavolo è emersa l'opportunità di armonizzare le nozioni di indipendenza, in quanto l'attuale dualismo definitorio ha determinato sovrapposizioni nella prassi applicativa con conseguenti ripercussioni anche a livello di informativa finale al mercato.

Nel corso dei lavori è stata inizialmente proposta l'eliminazione *tout court* del requisito di indipendenza previsto dalla legge, motivata dall'intento di superare i limiti emersi nell'applicazione agli amministratori di requisiti dettati per i sindaci e supportata dal confronto con i principali

ordinamenti esteri, nei quali l'indipendenza è disciplinata solo nell'ambito di codici di autodisciplina. La maggior parte dei partecipanti ha, da un lato, ritenuto opportuno che il requisito in termini di numero minimo di indipendenti sia mantenuto nell'ambito della normativa primaria e, dall'altro, concordato sulla possibilità di modificare i criteri di indipendenza in essa specificati alla luce della scarsa adattabilità di requisiti dettati per i sindaci agli amministratori e della maggiore appropriatezza dei criteri di indipendenza contenuti nel Codice di Autodisciplina.

I partecipanti hanno quindi concordato su una proposta di modifica dell'art. 147-ter TUF con la quale la legge rinvii alla nozione di indipendenza contenuta nel Codice di Autodisciplina.

Un rinvio all'autodisciplina deve in ogni caso tenere conto delle eventualità che una società non aderisca al codice di riferimento e che ulteriori codici contengano diversi (e meno rigorosi) criteri di indipendenza. Per questo la legge dovrebbe considerare un requisito minimo di indipendenza che: a) sia applicabile alle società che non aderiscono al Codice di Autodisciplina; b) costituisca uno standard minimo per eventuali nuovi codici di comportamento. Tale requisito minimo può essere individuato nei criteri dettati dall'art. 148, comma 3, per i sindaci.

### **Proposta di intervento**

Il TUF dovrebbe prevedere che l'amministratore sia considerato indipendente:

a) per le società che dichiarano di aderire a un codice di comportamento in materia di governo societario che preveda requisiti di indipendenza almeno "equivalenti" a quelli previsti dall'art. 148, comma 3, del TUF, quando le stesse società riconoscano come indipendente l'amministratore in applicazione dei criteri contenuti nel citato codice;

b) per le società diverse da quelle del precedente punto a), quando l'amministratore sia in possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci dall'art. 148, comma 3, del TUF.

La Consob ha già valutato i requisiti del Codice di Autodisciplina come almeno "equivalenti" a quelli del TUF (Comunicazione n. 10078683 del 24 settembre 2010).

### **Modalità di intervento**

Modifica dell'art. 147-ter, comma 4, del TUF.

## **3. DISCIPLINA DEI MODELLI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO MONISTICO E DUALISTICO**

### **Descrizione del tema e linee di indirizzo**

È stato osservato che le disposizioni codicistiche dedicate ai sistemi di *governance* alternativi, e in particolare a quello monistico, si caratterizzano in modo spiccato per l'utilizzo della tecnica normativa di rinvio al sistema tradizionale. La mancanza di un corpo normativo autonomo e senza rinvii, unita alla difficoltà di adattare istituti dettati per il sistema tradizionale alla realtà dei modelli alternativi, potrebbe essere tra le cause della scarsa adozione di questi ultimi tra le società quotate (a fine 2010, 7 società quotate hanno adottato il sistema dualistico e 3 quello monistico). È stato perciò proposto di rendere la disciplina codicistica dei sistemi monistico e dualistico un *corpus* normativo autonomo e privo di rinvii, al fine di garantire al mercato maggiore certezza sull'applicazione degli istituti dettati per il sistema tradizionale ai sistemi di *governance* alternativi ed incentivarne l'adozione.



### **Proposta di intervento**

La soluzione individuata consiste nel prevedere un autonomo ed organico complesso di norme per i modelli di amministrazione e controllo monistico e dualistico.

### **Modalità di intervento**

Riscrittura senza rinvii delle norme dettate per i sistemi monistico e dualistico dal codice civile, artt. 2409-*octies*–2409-*noviesdecies*, e dal TUF, artt. 147-*ter*, commi 3 e 4; 147-*quater*; 148, commi 4-*bis*, 4-*ter* e 4-*quater*; 148-*bis*; 151-*bis*; 151-*ter*; 152; 153; 154.

## **4. DISCIPLINA DELLE AZIONI SPECIALI**

### **Descrizione del tema e linee di indirizzo**

L'ordinamento italiano permette alle società (quotate e non) di prevedere nello statuto la creazione di diverse categorie di azioni c.d. speciali (ad esempio, azioni privilegiate, azioni correlate, azioni senza diritto di voto o a voto limitato). Limiti all'emissione di azioni speciali sono invece previsti dall'art. 2351, commi 3 e 4, del codice civile. L'articolo 2351, comma 4, prevede il divieto di emissione di azioni a voto plurimo per tutte le società, quotate e non. Inoltre, lo stesso articolo, al comma 3, stabilisce che "*Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti*". Pertanto è preclusa alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la possibilità di emettere azioni con voto limitato "ad una misura massima" e con voto scaglionato.

Si è suggerito un approfondimento in merito alla disciplina delle azioni speciali, allo scopo di valutare se la rimozione dei limiti all'emissione di azioni a voto plurimo (presente per tutte le società) e di azioni a voto limitato o scaglionato (presente solo per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) possa favorire l'accesso al mercato di nuovi soggetti.

Si ritiene che permettere alle società non quotate che intendano quotarsi di rafforzare la posizione di controllo del principale azionista attraverso l'emissione di ulteriori categorie di azioni speciali possa rappresentare un incentivo alla loro quotazione. Inoltre, la rimozione del limite previsto dall'art. 2351, comma 3, allineando la disciplina delle società aperte e di quelle chiuse, permetterebbe alle società che non sono quotate e che fanno uso degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo previsti da tale articolo, di continuare a utilizzarli.

Si è proposto inoltre di concedere questa opportunità anche alle società che in futuro chiederanno di essere ammesse a negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

### **Proposta di intervento**

Si propone di introdurre un regime di *opt-out* che consenta alle società neo-quotate e a quelle che saranno ammesse a negoziazione sugli MTF di ampliare l'autonomia statutaria in materia di categorie speciali di azioni e limiti al possesso azionario. Tali limiti continuerebbero a operare per le società già quotate.

## **Modalità di intervento**

Modifica dell'art. 2351, del codice civile.

### **5. LIMITI ALL'EMISSIONE DI OBBLIGAZIONI**

#### **Descrizione del tema e linee di indirizzo**

L'articolo 2412, comma 1, del codice civile, stabilisce che *“La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite”*. Ai sensi del comma 2 del medesimo articolo, tale limite può essere superato *“se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali”*. Il comma 5 dell'art. 2412 stabilisce l'ambito di esenzione dall'applicazione dei primi due comma del medesimo articolo: *“Il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati”*. È stata proposta l'estensione dell'ambito di applicazione del comma 5 alle società con azioni o obbligazioni quotate in mercati regolamentati o in MTF, e alle società emittenti titoli diffusi, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere negoziate in mercati regolamentati o MTF”.

La proposta di intervento legislativo si giustifica considerando che:

- i) non esistono analoghe disposizioni in altri paesi europei, per cui un investitore italiano può acquistare obbligazioni emesse da soggetti esteri anche per somme superiori a quelle previste dal comma 1 e 2 dell'art. 2412, anche qualora non ricorrano le ipotesi previste dal comma 5;
- ii) gli investitori hanno accesso a informazioni sufficienti per emettere un giudizio in materia di investimenti anche con riferimento alle società negoziate sugli MTF o alle società che hanno solo titoli di debito negoziati sui mercati regolamentati, grazie alle disposizioni attualmente vigenti;
- iii) l'estensione dell'esenzione anche alle obbligazioni potrebbe rappresentare uno strumento per favorire un accesso graduale al mercato del capitale di rischio.

Si è inoltre osservato che disposizioni analoghe non esistono in altre giurisdizioni della UE. Anche alla luce di tale considerazione, si ritiene preferibile procedere all'abrogazione dell'art. 2412 del c.c., ferma l'esigenza di coordinamento con la disciplina della raccolta del risparmio di cui al Testo Unico Bancario (TUB).

#### **Proposta di intervento**

Anche in considerazione dell'inesistenza nelle altre giurisdizioni della UE di analoghi vincoli all'emissione di obbligazioni, si ritiene utile procedere all'abrogazione dell'art. 2412, ferma l'esigenza di coordinamento con la disciplina della raccolta del risparmio di cui al TUB.

## **Modalità di intervento**

Abrogazione dell'art. 2412 del codice civile.

## **6. SOGLIA DELL'OPA OBBLIGATORIA**

### **Descrizione del tema e linee di indirizzo**

Ai sensi dell'art. 106, comma 1, del TUF, “*Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso*”. La norma in esame stabilisce una soglia, comune a tutte le società, raggiunta la quale scatta l'obbligo di offerta pubblica di acquisto. Allo scopo di favorire l'ingresso sul mercato di nuovi soggetti, si è discussa la possibilità di permettere alle società neo-quotate di individuare la soglia più adatta alle proprie caratteristiche, anche individuando un intervallo all'interno del quale scegliere. Le società potrebbero pertanto decidere di tutelarsi maggiormente contro il rischio di perdita del controllo attraverso la previsione di una soglia più bassa, ovvero individuare una soglia più alta allo scopo di favorire l'ingresso nel capitale di altri soggetti. È stato osservato inoltre che l'intervallo appropriato all'interno del quale permettere alle società di individuare una soglia potrebbe essere compreso tra il 25% e il 35%.

### **Proposta di intervento**

Si propone di prevedere per le società neo-quotate la possibilità di fare *opt-up* o *opt-down* dalla norma in esame, individuando una soglia diversa da quella del 30% all'interno di un intervallo compreso tra il 25% e il 35%. Questa soluzione concede alle singole società la facoltà di diminuire/aumentare la loro contendibilità, in funzione delle relative esigenze.

### **Modalità di intervento**

Modifica dell'art. 106, comma 1, del TUF.

## **7. GLI AUMENTI DI CAPITALE**

### **Descrizione del tema e linee di indirizzo**

L'art. 2441, comma 5, del codice civile, prevede che “*Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima*”.

Lo stesso articolo, al comma 8, prevede che “*Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente a un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate. L'esclusione dell'opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma*”.

È stato osservato che le disposizioni di cui al comma 5 e al comma 8, seconda parte, richiedendo un quorum deliberativo molto elevato (50% + 1 del capitale sociale) anche nelle convocazioni successive alla prima, rendono particolarmente difficile per le società porre in essere un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione. Si è proposto pertanto di rimuovere il

quorum deliberativo ex art. 2441, comma 5, e di modificare conseguentemente il comma 8, seconda parte, dello stesso articolo.

**Proposta di intervento**

Al fine di agevolare gli emittenti che intendano porre in essere un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di voto, si propone di rimuovere il quorum deliberativo previsto dall'art. 2441, comma 5, e di modificare di conseguenza il comma 8 dello stesso articolo.

**Modalità di intervento**

Modifica dell'art. 2441, comma 5 e comma 8 del codice civile.

**8. INFORMAZIONE FINANZIARIA PERIODICA**

**Descrizione del tema e linee di indirizzo**

Nell'ambito del Tavolo di Lavoro è stato osservato che, al fine di facilitare l'accesso al mercato, si potrebbe prevedere - per le società diverse dalle banche - la facoltà (e non l'attuale obbligo) di redigere i bilanci d'esercizio secondo i principi contabili internazionali.

Tale modifica, se attuata, riguarderebbe i bilanci d'esercizio di tutte le società diverse dalle banche. Per le società che non redigono il bilancio consolidato, si avrebbe così la possibilità di essere ammesse a quotazione utilizzando i principi contabili nazionali.

**Proposta di intervento**

Inserire, nelle attuali previsioni del D. Lgs 38/2005 relative all'utilizzo dei principi contabili internazionali, un regime facoltativo di *opt-out* con riferimento alla redazione del bilancio d'esercizio delle società, diverse dalle banche, valido per gli emittenti quotati e gli emittenti titoli diffusi. Non paiono necessarie modifiche statutarie da parte delle società.

**Modalità di intervento**

Modifica del D. Lgs. 38/2005.

**9. REGISTRO DEI SOGGETTI INSIDER TENUTO DAI SOGGETTI CONTROLLANTI L'EMITTENTE QUOTATO**

**Descrizione del tema e linee di indirizzo**

Il Tavolo di Lavoro ha osservato che la disciplina dei registri degli *insiders* è stata estesa dalla legge italiana ai soggetti in rapporto di controllo con gli emittenti quotati (controllanti e controllate) a differenza di quanto previsto dalla direttiva e dagli altri paesi europei (art. 115-bis, comma 1 del TUF). Al fine di semplificare gli adempimenti dei gruppi e tenuto conto della collegata proposta di eliminazione degli adempimenti di informazione in capo ai medesimi soggetti (vedi *infra*) è stata ritenuta possibile la formulazione di una proposta di modifica di tale norma del TUF eliminando l'adempimento di redazione dei registri per i soggetti controllanti.

## **Proposta di intervento**

Ai fini dell'intervento di semplificazione è stata valutata, pertanto :

- a) la modifica dell'art. 115-*bis* del TUF limitando l'applicazione dell'obbligo di tenuta del registro *insider* soltanto alle società controllate dagli emittenti quotati ed escludendo i soggetti controllanti, o, in alternativa,
- b) la modifica dell'art. 115-*bis* del TUF che limiti l'applicazione dell'obbligo del registro *insider* sia con riferimento alle società controllate che alle controllanti.

Considerando che l'obbligo del registro è da ritenere applicabile alle società controllate ove le informazioni dalle stesse detenute assumano la caratteristica di informazioni privilegiate in relazione ai relativi emittenti quotati, è possibile ritenere che un'effettiva semplificazione possa essere raggiunta tramite l'abrogazione del relativo adempimento soltanto per i soggetti controllanti.

## **Modalità di intervento**

Modifica del TUF. Modifica da applicare ai soggetti controllanti tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi *quotati* sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: *emittenti quotandi*).

## **10. OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE IN CAPO AI SOGGETTI IN RAPPORTO DI CONTROLLO CON GLI EMITTENTI QUOTATI**

### **Descrizione del tema e linee di indirizzo**

Il legislatore italiano in sede di recepimento della direttiva sugli abusi di mercato ha esteso, in linea di continuità con la legislazione prima vigente, gli obblighi di comunicazione delle informazioni *price sensitive* oltre l'universo dei soggetti indicati nella medesima direttiva. E' stato rilevato da parte di taluni partecipanti al Tavolo di Lavoro che tale approccio potrebbe generare problematiche nel caso di gruppi *cross-border*. L'art. 114, comma 1, del TUF applica infatti gli obblighi di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate anche ai soggetti che controllano gli emittenti quotati, precisando che dette informazioni debbano riguardare direttamente gli stessi emittenti e le società da questi ultimi controllate. Il comma 2 del medesimo articolo stabilisce inoltre che "*Gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste*".

È possibile affermare che le problematiche in esame attengano soprattutto agli adempimenti previsti per i soggetti controllanti ai quali è attribuito un onere di comunicazione direttamente nei confronti del pubblico. Le informazioni relative alle società controllate invece, ove le stesse siano rilevanti in relazione alla potenziale influenza sugli strumenti finanziari della controllante quotata, sarebbero oggetto di comunicazione al pubblico da parte dell'emittente quotato. Si deve inoltre ritenere che l'emittente quotato dovrebbe comunque attivarsi in tal senso ove venisse a conoscenza delle stesse informazioni, anche a prescindere dall'obbligo di "*reporting*" dalla controllata alla controllante, stabilito dal citato comma 2 dell'art. 114 del TUF. Le informazioni delle controllate, sebbene non richiamate esplicitamente dalla MAD, sono dunque da ritenere comunque incluse nell'ambito delle informazioni privilegiate direttamente riferibili all'emittente ove detta società ne sia a conoscenza. Non appare costituire infine una criticità la circostanza che le controllate estere possano non fornire le informazioni rilevanti alla controllante quotata in Italia (ad esempio poiché violerebbero il loro diritto societario nazionale). Non si ritiene infatti che tale circostanza possa configurare ipotesi di

inadempimento per l'emittente quotato in Italia in conseguenza della mancata diffusione di informazioni non ricevute.

**Proposta di intervento**

Sono state valutate tre opzioni: i) il mantenimento dello *status quo*, ii) l'eliminazione dei soli adempimenti di informazione continua relativi ai controllanti di emittenti quotati, iii) l'eliminazione degli adempimenti relativi sia ai soggetti controllanti che controllati. Sulla base delle considerazioni di cui sopra appare preferibile l'opzione ii). Si ritiene quindi possibile eliminare gli adempimenti di informazione continua per i controllanti di emittenti quotati mantenendo fermo il potere della Consob di richiesta di pubblicazione e di trasmissione di informazioni, rispettivamente, ai sensi dell'art. 114, comma 5 e dell'art. 115 del TUF.

**Modalità di intervento**

Modifica dell'art. 114 comma 1 del TUF. Modifica da applicare ai soggetti controllanti tutti gli emittenti (ossia sia quelli già oggi *quotati* sia quelli che si quoteranno dopo l'intervento legislativo: *emittenti quotandi*).

**11. Potere della Consob di revoca delle decisioni di ammissione/sospensione/esclusione di strumenti finanziari alle/dalle negoziazioni**

**Descrizione del tema e linee di indirizzo**

Sono state evidenziate criticità derivanti dall'appesantimento burocratico connesso alla procedura relativa al potere della Consob di revoca delle decisioni di ammissione/sospensione/esclusione degli strumenti finanziari, prevista dall'art. 64, comma 1, secondo e terzo paragrafo della lett. c), del TUF. Tale procedura assume modesta utilità considerato che sussiste comunque un potere in capo alla Consob di adottare, in caso di necessità ed urgenza, ogni provvedimento necessario ad assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. A ciò si aggiungono: a) i livelli di controllo della Consob e della società di gestione in sede di ammissione a quotazione, rispettivamente per l'approvazione del prospetto e la verifica dei requisiti previsti nel regolamento del mercato; b) lo stretto coordinamento fra la Consob e la società di gestione del mercato nella gestione delle decisioni di sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni; c) il potere della Consob di richiedere alla società di gestione del mercato la sospensione o esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni già prevista nel TUF all'art. 64, comma 1-*bis*, lett. c).

**Proposta di intervento**

In tale quadro, si ritiene possibile l'abrogazione del potere della Consob di revoca delle decisioni di ammissione/sospensione/esclusione di strumenti finanziari alle/dalle negoziazioni.

**Modalità di intervento**

Abrogazione delle disposizioni di cui all'art. 64, comma 1, lett. c), al secondo e terzo paragrafo nonché del comma 1-*bis*, lett. a) e b) del medesimo articolo del TUF.

**12. Approvazione del regolamento del mercato da parte dell'assemblea della società di gestione**

**Descrizione del tema e linee di indirizzo**

E' stato rilevato che le disposizioni normative che prevedono l'approvazione del regolamento del mercato da parte dell'assemblea della società di gestione (art. 62, comma 1 del TUF) risultano onerose e impattano in maniera significativa sul funzionamento delle società di gestione del mercato e sulla sua competitività.

**Proposta di intervento**

In considerazione dei cambiamenti intervenuti nella gestione ed organizzazione dei mercati e dei mutamenti che hanno interessato (e interessano) lo scenario competitivo in cui le società di gestione si trovano ad operare, si ritiene possibile una modifica dell'art. 62, comma 1 del TUF che preveda l'approvazione del regolamento del mercato da parte dell'organo di gestione della società di gestione.

**Modalità di intervento**

Proposta di modifica dell'art. 62, comma 1 del TUF per prevedere approvazione regolamento da parte dell'organo di amministrazione della società di gestione.