

## Comunicazione n. DME/6027054 del 28-3-2006

**Oggetto: Informazione al pubblico su eventi e circostanze rilevanti e adempimenti per la prevenzione degli abusi di mercato - Raccomandazioni e chiarimenti**

### **I. Premessa**

1. In relazione alla materia dell'informazione al pubblico su eventi rilevanti la Consob, nel corso degli anni, ha formulato, su sollecitazione degli operatori, numerose comunicazioni contenenti chiarimenti sull'applicazione delle disposizioni di legge e di regolamento e ha adottato diverse raccomandazioni volte a garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati. Con la comunicazione n. 3019271 del 26 marzo 2003, al fine di agevolare la consultazione dell'insieme degli orientamenti espressi fino a tale data, è stato fornito un quadro coordinato degli interventi operati dalla Consob, facendo riserva di aggiornarne periodicamente il contenuto.
2. In data 29 novembre 2005 la Consob ha approvato le modifiche al Regolamento Emittenti (di seguito RE) di attuazione del Testo unico della finanza (di seguito TUF) come modificato e integrato dalla legge n. 62 del 18 aprile 2005 di recepimento della normativa europea in materia di abusi di mercato. Le predette modifiche riguardano, tra l'altro, le materie delle informazioni su eventi e circostanze rilevanti e la correttezza e trasparenza delle ricerche e delle valutazioni del merito di credito. In relazione a tali modifiche, tenuto anche conto delle osservazioni pervenute nel corso dei lavori preparatori delle citate modifiche regolamentari, si ritiene opportuno fornire indicazioni ed interpretazioni sul corretto adempimento di taluni obblighi da parte dei soggetti interessati.
3. La presente comunicazione, che sostituisce la comunicazione n. 3019271 del 26 marzo 2003, raccoglie e coordina in un unico documento le interpretazioni concernenti le nuove norme introdotte con il recepimento della direttiva sugli abusi di mercato e le precedenti indicazioni contenute nella citata preesistente comunicazione, rivedute alla luce degli aggiornamenti apportati al TUF e al RE.

### **II - Eventi e circostanze rilevanti (art. 66 RE)**

#### *a) Criteri di valutazione della rilevanza del complesso di circostanze o dell'evento*

4. L'art. 114, comma 1, del TUF - rinviando all'art. 181 del TUF che indica in astratto i caratteri che qualificano un complesso di circostanze o un evento come rilevante perché *price sensitive* - affida ai soggetti interessati l'individuazione in concreto di tali fattispecie.
5. Al riguardo si rileva che la direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e, conseguentemente, la nuova formulazione del TUF utilizzano la medesima definizione di "informazione privilegiata" per indicare le informazioni sulla base delle quali, da un lato, può consumarsi il reato di *insider trading* e, dall'altro, si manifesta l'esigenza di informare il pubblico. Tuttavia, le due nozioni di informazione privilegiata - nonostante l'identità di contenuto - non sono pienamente coincidenti in termini di funzione perseguita nelle diverse fattispecie relative alla identificazione dell'abuso e all'adempimento di obblighi informativi. La *disclosure* imposta agli emittenti dall'art. 114 del TUF si limita, infatti, alle informazioni privilegiate "che riguardano direttamente detti emittenti", vale a dire che sono a essi giuridicamente riferibili, in

quanto relative a circostanze o eventi per i quali si sia concluso il relativo *iter* accertativo o decisionale secondo le regole di *governance* di natura legale o organizzativa interna applicabili agli emittenti stessi, ovvero informazioni privilegiate che, riguardando direttamente gli emittenti stessi, sono ad essi comunicate da parte di terzi. Una simile restrizione non è prevista invece per la nozione rilevante ai fini della disciplina *insider*. L'art. 66 del RE, riproducendo testualmente quanto disposto dalla direttiva comunitaria di livello 2 (Direttiva 2003/124/CE), chiarisce inoltre che gli obblighi di *disclosure* si considerano ottemperati "quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio". Tale previsione considera condizione necessaria e sufficiente ai fini dell'imposizione dell'obbligo di *disclosure* il concreto "verificarsi" degli eventi e circostanze, ancorché in assenza di formalizzazione; essa pertanto differisce dal disposto dell'art. 181 del TUF che definisce un'informazione di carattere preciso se si riferisce a un complesso di circostanze o eventi verificatisi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno. Stante questa premessa l'aggiunta della dizione "non ancora formalizzati", ha l'obiettivo di chiarire che sono incluse nell'area oggetto della previsione anche gli eventi o i complessi di circostanze, comunque già nella sostanza verificatisi, in relazione ai quali tuttavia manchi la definitiva ufficializzazione. A titolo di mero esempio, può integrare una fattispecie non ancora formalizzata da comunicare, un'operazione di acquisizione o cessione, compiutamente definita nei contenuti, senza riserva di trattative ulteriori, benché sottoposta alla condizione sospensiva della ratifica da parte dell'organo societario competente dell'emittente quotato.

6. La decisione di procedere alla pubblicazione delle informazioni privilegiate comporta la verifica dell'idoneità delle notizie ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. Al riguardo, si **raccomanda** agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano di compiere tali valutazioni secondo criteri idonei a garantire la massima trasparenza. In particolare, si ritiene che quando sussistano ragionevoli dubbi circa l'effettiva idoneità delle citate informazioni ad influenzare sensibilmente l'andamento delle quotazioni, gli emittenti ed i soggetti che li controllano debbano in presenza degli altri elementi caratterizzanti l'informazione da comunicare provvedere senza indugio ad informare il pubblico con le modalità previste dall'art. 66 del RE, assicurando in ogni caso che l'informazione sia sufficientemente completa da consentire di valutare adeguatamente l'effettiva influenza della notizia sul prezzo degli strumenti finanziari.
7. In relazione al disposto dell'art. 114, comma 2, del TUF si **raccomanda** inoltre agli emittenti quotati di prevedere analoghi criteri di trasparenza nell'elaborazione delle disposizioni indirizzate alle società controllate, e alle società controllate di attenersi agli stessi criteri nell'adempimento delle istruzioni ricevute.

#### *b) Ritardo della comunicazione*

8. L'art. 114, comma 3, del TUF consente ai soggetti obbligati di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza. L'art. 66-bis, comma 1, del RE stabilisce che i citati soggetti possono ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate quando ciò si renda necessario al fine di non pregiudicare i propri legittimi interessi. Il comma 2 dello stesso articolo indica un criterio guida volto a delineare l'ambito delle circostanze potenzialmente causa di pregiudizio dei legittimi interessi e due ipotesi non esaustive in cui tale facoltà è ammessa.

9. Al riguardo, si ritiene comunque che l'esercizio di tale facoltà, al di fuori dei casi esemplificativi indicati nell' art. 66-*bis*, comma 2, del RE, dovrà essere oggetto di attenta valutazione da parte dell'emittente al fine di limitarne l'impiego ai casi in cui siano dimostrabili i presupposti.
10. L'art. 66-*bis*, comma 4, del RE prevede la comunicazione alla Consob, da parte dei soggetti interessati, della volontà di avvalersi della facoltà di ritardare l'informazione nonché di tutte le circostanze connesse. Al riguardo si sottolinea che la citata comunicazione dovrà essere limitata ai casi in cui si verifichi un effettivo ritardo. Tenendo conto di quanto sopra rilevato in merito alle circostanze da considerare per l'individuazione delle informazioni da pubblicare, il ritardo potrà maturare soltanto a partire dal momento in cui si sia verificato un complesso di circostanze o un evento rilevanti ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF e dell'art. 66, comma 1, del RE. Prima di questo momento non sussistendo un obbligo di comunicazione non trova applicazione neppure la disciplina del ritardo.
11. Si evidenzia, comunque, che in relazione ai fatti aziendali esiste una delicata fase preparatoria di durata non ben definita, in cui è necessario che l'informazione, in relazione alla quale non sussiste ancora l'obbligo di comunicazione al pubblico, sia oggetto di un regime classificato di confidenzialità all'interno dell'organizzazione d'impresa. Il mancato rispetto di tale regime comporta l'obbligo di pubblicazione (immediata o senza indugio, secondo quanto previsto dall'art. 114, comma 4, TUF) non già per il venir meno delle condizioni del ritardo, ma in via autonoma, trattandosi comunque di ripristinare una situazione di parità informativa nel mercato.
12. In relazione al contenuto della comunicazione alla Consob della volontà di avvalersi della facoltà di ritardare la pubblicazione dell'informazione privilegiata, si rileva che le circostanze connesse da segnalare sono da riferire in modo stretto alle informazioni oggetto del ritardo e, in particolare, alle motivazioni e ad ogni altra circostanza che l'emittente ritenga debba essere comunicata alla Consob ai fini di una compiuta valutazione della condotta segnalata.
13. Sul punto si chiarisce che il ritardo può trovare applicazione anche con riferimento agli eventi e alle circostanze delle controllate degli emittenti quotati.

*c) Informazioni al pubblico a seguito della presentazione della richiesta di ammissione alle negoziazioni*

14. L'art. 114, comma 12, del TUF prevede che le disposizioni del medesimo articolo si applicano anche ai soggetti italiani ed esteri che emettono strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani. Tale norma comporta la necessità di individuare le informazioni privilegiate che devono essere comunicate al pubblico.
15. L'aspetto preminente è costituito dalla valutazione della significatività delle notizie in relazione al loro effetto potenziale sui prezzi, tenuto conto che non si dispone di una serie di quotazioni ufficiali, determinate su mercati regolamentati, che possano fornire un contributo nell'ambito di tale analisi. Nella fase precedente l'ammissione alle negoziazioni, si ritiene che l'individuazione della tipologia delle informazioni da comunicare debba essere effettuata da parte dell'emittente sulla base di una valutazione autonoma ed ex-ante del potenziale effetto sui prezzi, tenuto conto, tra l'altro, anche di indiretti indicatori di prezzo che possano concorrere a tale astratta misurazione. A questo fine adeguati elementi da prendere in considerazione possono essere le modalità di determinazione del prezzo, indicate nel

prospetto pubblicato per l'offerta, l'andamento dei prezzi rilevati nell'ambito degli eventuali scambi effettuati al di fuori di mercati regolamentati, anche nella forma del c.d. *grey market*, sugli strumenti finanziari in questione nonché altri equivalenti parametri che consentano di realizzare una adeguata misurazione del citato effetto sui prezzi. Qualora l'analisi effettuata dall'emittente, prendendo in considerazione anche tali parametri, porti all'individuazione di potenziali sensibili effetti sui prezzi, l'informazione in questione deve essere comunicata al pubblico.

16. In aggiunta a quanto sopra osservato, si ritiene che siano comunque rilevanti in tale ambito e, pertanto, sono da rendere noti al mercato con le modalità previste dall'art. 66 del RE, almeno:

- l'invio della domanda di ammissione alle negoziazioni alla società di gestione del mercato;
- le situazioni contabili o altri fatti di rilievo messi comunque a disposizione del pubblico attraverso modalità diverse da quelle previste dal RE;
- i fatti che, sulla base di quanto previsto dall'art. 11 del RE, formano oggetto di apposito supplemento al prospetto informativo già pubblicato.

17. Resta fermo che dall'invio della domanda di ammissione alle negoziazioni alla società di gestione dei mercati si applicano i divieti di abuso di mercato previsti dalla parte V del TUF.*d)*  
*Decisioni di soggetti controllanti*

18. Per quanto concerne l'obbligo di comunicazione di cui all'art. 114, comma 1, del TUF da parte di soggetti controllanti (quotati e non) di operazioni dagli stessi decise e relative a società controllate quotate, si ribadisce che l'evento *price sensitive* non è costituito da ogni determinazione della società capogruppo genericamente attinente alla controllata, ma soltanto da quelle decisioni attinenti eventi o complessi di circostanze direttamente idonee, alla luce delle circostanze concrete, ad influenzare il prezzo dei titoli quotati della controllata.

19. Pertanto, le decisioni dei soggetti controllanti riguardanti le controllate, consistenti in mere manifestazioni d'intenti o in generici progetti di strategie operative, non integrano in astratto notizie *price sensitive* perché, secondo una valutazione probabilistica, il verificarsi dell'evento rilevante assume carattere aleatorio. Ciò non esclude tuttavia che in taluni casi una manifestazione d'intenti o un progetto strategico della capogruppo possa, in base alle circostanze concrete, risultare, con ragionevole certezza, significativo ai fini dell'influenza sul prezzo dei titoli quotati della controllata: in questo caso, anche tale decisione deve essere comunicata al pubblico. Resta inteso che, nel rispetto del requisito della precisione dell'informazione privilegiata, anche in questo caso è richiesto, ai fini della diffusione al pubblico, che l'evento, sebbene non ancora ufficialmente formalizzato, si sia verificato.

#### *e) Obblighi di comunicazione al pubblico della controllante e della controllata*

20. In forza delle previsioni dell'art. 114 del TUF, gli emittenti quotati ed i soggetti che li controllano, al verificarsi di un complesso di circostanze o eventi idonei ad influenzare le quotazioni riguardanti la sfera di attività degli stessi emittenti quotati e quella delle loro controllate, devono provvedere ad informare il pubblico. Al fine di adempiere a tali obblighi, le società controllate devono trasmettere tempestivamente agli emittenti quotati tutte le notizie necessarie secondo le disposizioni da queste impartite.

21. Al riguardo, si precisa che, se le circostanze o eventi rilevanti sono portati a conoscenza del mercato dall'emittente quotato, la società che controlla quest'ultimo non è tenuta ad alcun obbligo di informazione del pubblico.
22. E' fatto salvo il caso in cui le circostanze o gli eventi, concretizzatisi nella sfera dell'emittente quotato controllato da un'altra società quotata, possano produrre su quest'ultima effetti non sufficientemente chiariti nel comunicato emesso dall'emittente controllato. In tale caso la società controllante quotata dovrà rendere noti al pubblico tali effetti al fine di fornire agli investitori una compiuta informazione in ordine alle stesse circostanze. In tali fattispecie le due società possono effettuare anche una comunicazione congiunta.
23. Si fa, da ultimo, presente che la società controllata è obbligata a comunicare i fatti *price sensitive* alla propria controllante quotata, al fine della successiva informazione del mercato, soltanto nel caso in cui non abbia essa stessa strumenti finanziari quotati.

*f) Notizie rilevanti diffuse a mercato aperto*

24. L'art. 66, comma 4, del RE prescrive a carico degli emittenti strumenti finanziari quotati e dei soggetti che li controllano l'obbligo di trasmettere alla Consob ed alla società di gestione del mercato, quindici minuti prima della sua diffusione al pubblico, il comunicato contenente notizie *price sensitive* nel caso in cui si debba procedere alla sua diffusione durante lo svolgimento delle contrattazioni.
25. Fermo restando quanto sopra e allo scopo di consentire alla Consob ed alla società di gestione del mercato di valutare con maggiore ponderazione l'impatto che la notizia, una volta diffusa, potrebbe avere sul regolare andamento delle contrattazioni, si **raccomanda** agli emittenti ed ai soggetti capigruppo di comunicare alla Consob ed alla società di gestione, anche per le vie brevi e con congruo anticipo, l'intenzione di sottoporre all'organo societario competente decisioni particolarmente rilevanti che potrebbero essere diffuse a mercato aperto.

*g) Preannuncio al mercato di notizie riguardanti accordi non definiti*

26. Poiché la diffusione di notizie frammentarie riguardanti sia emittenti quotati sia operazioni di sollecitazione in corso può alterare il regolare funzionamento del mercato, il preannuncio al mercato di future notizie riguardanti accordi vari, che non siano ancora sufficientemente definiti, risulta utile solo se necessario per garantire la parità informativa e, in ogni caso, deve essere ispirato a principi di chiarezza e precisione nel rispetto delle norme poste a presidio della trasparenza e correttezza.
27. In particolare, con riferimento alle società calcistiche, data la notevole attenzione da parte degli organi di informazione, si **raccomanda** a tali società di usare la massima prudenza nel rilasciare dichiarazioni in relazione alle trattative di calcio-mercato al fine di non creare asimmetrie nella diffusione delle notizie. Ciò in quanto solo al momento della definizione delle operazioni di compravendita dei calciatori l'emittente sarà in grado di diffondere al pubblico, ai sensi della normativa vigente, un comunicato idoneo a consentire una compiuta valutazione degli elementi essenziali della fattispecie, quali il prezzo di acquisto o vendita e i compensi stabiliti per i calciatori acquistati ove idonei ad incidere significativamente sulle variabili finanziarie e patrimoniali riportate nei documenti di informazione contabile e periodica (cfr., in proposito, Raccomandazione n. DEM/2080535 del 9/12/2002).

#### *h) Commento ai rumour*

28. In presenza di notizie di pubblico dominio, non diffuse con le modalità previste dall'art. 66 del RE, concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria nonché operazioni di finanza straordinaria degli emittenti e, ove rilevante, delle società da essi controllate ovvero l'andamento dei loro affari, l'art. 66, comma 8, del RE impone l'obbligo di informare il pubblico circa la veridicità di tali notizie (c.d. *rumor*), quando il prezzo di mercato degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente.
29. Al riguardo si precisa che tale obbligo, a differenza di quello concernente la comunicazione degli eventi oggetto di *disclosure* ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF, non sorge in base all'idoneità *ex ante* della notizia ad influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli, bensì a seguito di un'alterazione del prezzo da valutarsi *ex post*.
30. Per quanto riguarda le condizioni in presenza delle quali detta variazione dei prezzi è rilevante, si evidenzia che non sussiste uno scostamento rilevante nell'ipotesi in cui le variazioni del prezzo dei titoli quotati risultino in linea con l'andamento del mercato o del settore di appartenenza, ancorché esse comportino un sensibile scostamento dall'ultimo prezzo del giorno precedente.
31. Si rappresenta, infine, che la conferma, nell'apertura del citato comma 8, di quanto disposto dall'art. 114, comma 4 del TUF, è volta a ribadire che l'obbligo di comunicazione al pubblico in caso di fuga di notizie in merito a informazioni rilevanti sussiste anche in assenza di *rumour* e/o andamento irregolare dei relativi titoli quotati; ciò per il solo fatto che sia venuta meno la confidenzialità di tali informazioni. Un esempio di fuga di notizia può essere rappresentato dal caso in cui l'emittente abbia evidenza che l'informazione rilevante sia conosciuta da soggetti non sottoposti a vincoli di riservatezza.

#### *i) Operazioni propedeutiche alla fusione*

32. La Consob ha rilevato che, in numerose ipotesi, società quotate realizzano una semplificazione della struttura del gruppo di appartenenza mediante operazioni di fusione volte all'incorporazione di società controllate. Tali operazioni sono spesso precedute da offerte pubbliche di acquisto volontarie o, comunque, da acquisti significativi sul mercato che costituiscono il primo momento di un progetto più articolato di cui la fusione costituisce l'atto finale.
33. Dalla disciplina riguardante le offerte pubbliche di acquisto risulta chiaramente che, qualora l'offerta sia propedeutica ad una fusione, la società offerente è tenuta a indicare nelle comunicazioni alla Consob e al mercato nonché nel documento di offerta l'intenzione di procedere, successivamente all'opa, ad un'operazione di fusione con altre società; in tal modo viene offerta agli azionisti che intendono aderire all'opa la possibilità di effettuare valutazioni più complete in merito alla opportunità dell'adesione.
34. Ai fini di una corretta applicazione delle suddette disposizioni, si ritiene che, qualora ad un'opa su azioni di una determinata società segua, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta, una fusione deliberata dall'organo competente della stessa società, debba presumersi che le due operazioni costituiscano diverse fasi di un medesimo disegno unitario, salvo che l'offerente provi che al tempo dell'offerta la fusione non rientrava nei programmi relativi all'emittente.

35. Pertanto, in mancanza della suddetta prova contraria, dovranno ritenersi non rispettati l'art. 37, comma 2, del RE e l'Allegato 2A, lettera g, punti g2 e g3, dello stesso regolamento relativo allo schema di documento di offerta qualora la fusione non sia stata preannunciata nella comunicazione alla Consob e nel documento pubblicato.
36. L'interpretazione fornita è anche coerente con il disposto dell'art. 107 del TUF, il cui comma 3, lettera b), stabilisce che "l'offerente è tenuto a promuovere l'offerta pubblica di acquisto prevista dall'art. 106 se, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva, l'assemblea della società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione".
37. Tale norma impone, dunque, l'obbligo di lanciare un'opa totalitaria a quei soggetti che, avendo acquistato una partecipazione rilevante in virtù di un'opa preventiva relativa ad almeno il 60% delle azioni ordinarie, abbiano usufruito dell'esonero di cui al comma 1 dello stesso art. 107.
38. Dalla richiamata disposizione si evince che la legge presume l'esistenza di un disegno unitario in tutti i casi in cui ad un'offerta pubblica di acquisto volontaria faccia seguito, in tempi relativamente brevi, un'operazione di fusione e conseguentemente predispone gli strumenti idonei ad evitare che dalle suddette operazioni possa derivare un pregiudizio ai risparmiatori.
39. Le medesime esigenze informative sussistono anche nelle ipotesi in cui la deliberazione di fusione non sia preceduta da un'opa, ma da acquisti significativi compiuti sul mercato dal controllante o dall'emittente stesso al fine di facilitare la successiva realizzazione dell'operazione.
40. In tali ipotesi, un'interpretazione delle disposizioni concernenti l'informazione del pubblico ispirata a principi di correttezza e buona fede impone alle società emittenti strumenti finanziari quotati e ai loro capigruppo di informare il mercato su operazioni rilevanti (ad esempio l'operazione di fusione) che, pur non essendo state ancora recepite in una deliberazione formale, siano parte di un integrato complesso di eventi già deciso (operazione di fusione e acquisti dei titoli sul mercato da realizzare precedentemente alla fusione) e per effetto della realizzazione di parte di tali eventi (gli acquisti di titoli sul mercato) siano da considerare sufficientemente definite e tali, pertanto, da risultare idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.
41. Conseguentemente, si ritiene che le società quotate e i soggetti controllanti che, anche per semplificare la struttura del gruppo, effettuino rilevanti acquisti sul mercato o altre operazioni propedeutiche ad una successiva fusione con una società appartenente al medesimo gruppo siano tenuti, ai sensi dell'art. 114 del TUF e dell'art. 66 del RE, fin dal compimento del primo acquisto preordinato alla successiva fusione, a fornire al mercato un'informativa completa sull'intero progetto che intendono realizzare.
42. In particolare, si presumeranno preordinati alla successiva fusione gli acquisti compiuti, nei dodici mesi precedenti la delibera di fusione stessa, da soggetti che già detengono il controllo, di diritto o di fatto, della società le cui azioni sono oggetto dell'acquisto.
43. Da ultimo, si **raccomanda** agli organi societari competenti degli emittenti con strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati o dei soggetti che le controllano di deliberare contestualmente, ove possibile, tutte le operazioni che costituiscono fasi diverse di un più ampio disegno unitario.

44. In ogni caso, tenuto conto dell'importanza che il mercato sia destinatario di un'informazione completa ed atteso il menzionato rilievo che assumono le operazioni di fusione a seguito di opa, si **raccomanda** agli stessi organi societari competenti, in occasione delle deliberazioni inerenti alla realizzazione di un'opa volontaria totalitaria, di specificare la sussistenza o l'insussistenza dell'intenzione di procedere ad una successiva fusione.

*l) Situazioni contabili*

45. L'art. 66, comma 7, lettera a) del RE considera presuntivamente rilevanti ai fini dell'informazione del pubblico le situazioni contabili destinate ad essere riportate nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato, nella relazione semestrale, nonché le informazioni e le situazioni contabili destinate ad essere riportate nelle relazioni trimestrali, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni ovvero non appena abbiano acquistato un sufficiente grado di certezza.
46. La norma in esame di attuazione dell'art. 114, comma 5, del TUF è volta a ridurre il rischio di fenomeni di abuso di informazioni privilegiate per quel periodo, a volte assai lungo, che intercorre tra l'elaborazione di situazioni contabili nella sostanza sufficientemente definite ed il formale esame, da parte degli organi societari competenti, dei documenti contabili (bilanci, relazioni semestrale e trimestrale) in cui le stesse sono destinate a confluire. E' noto infatti che l'organizzazione dell'impresa consente di mettere a punto, in tempi molto ristretti, situazioni contabili sufficientemente definite, mentre, ad esempio in materia di bilancio, circostanze varie possono indurre a spostare in avanti la data della sua approvazione. In tale situazione si rende quindi necessaria la collaborazione delle società emittenti che dovranno correttamente interpretare le esigenze informative del mercato. In particolare, poiché non è in facoltà della Consob individuare il preciso momento nel quale sorge l'obbligo giuridico di diffondere informazioni al pubblico, sarà cura degli organi societari competenti determinare, in base all'esperienza e ad una interpretazione in buona fede, quando le situazioni "abbiano acquistato un sufficiente grado di certezza" con riferimento alle esigenze sopra richiamate.
47. Si precisa, infine, che l'informazione al pubblico deve riguardare non solo ogni situazione contabile, ma anche ogni eventuale informazione significativa ad essa relativa, esaminata dall'organo societario competente e che dovrà confluire come tale nel bilancio, nella relazione semestrale e nella trimestrale.
48. Con riferimento all'obbligo di informare il pubblico sulle situazioni contabili, quando tali situazioni vengono comunicate a soggetti esterni, si rileva inoltre che, tra i casi in cui tale adempimento non è necessario in quanto i predetti soggetti sono tenuti ad un obbligo di riservatezza e la comunicazione è effettuata in applicazione di obblighi normativi, sono da includere, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, la comunicazione delle situazioni e dei dati contabili, prima che abbiano acquisito "un sufficiente grado di certezza", alla società capogruppo in adempimento degli obblighi previsti dall'art. 114, comma 2, del TUF e la comunicazione delle stesse informazioni alle società di revisione per lo svolgimento del loro incarico. E' da ritenere altresì che non sussista l'obbligo di comunicazione nel caso in cui i soggetti esterni all'emittente in possesso delle informazioni sulle situazioni contabili siano identificabili in consulenti che partecipano alla redazione delle medesime situazioni.
49. In merito alle informazioni destinate ai consiglieri senza delega, si precisa che, poiché questi ultimi non possono essere considerati soggetti esterni rispetto alla società nel cui consiglio di amministrazione ricoprono la carica e costituiscono parte integrante dell'organo a cui è attribuita la gestione sociale, la trasmissione ai consiglieri senza deleghe di rapporti (mensili

e trimestrali) e di ogni altra informazione attinente alla gestione della società costituisce comportamento funzionale alle esigenze di informazione e all'esercizio dei doveri di vigilanza e di intervento in presenza di eventuali specifici atti pregiudizievoli, che incombono sull'intero consiglio. Ne risulta, quindi, che è possibile comunicare rapporti gestionali ai consiglieri non delegati senza effettuare la preventiva messa a disposizione del pubblico ai sensi dell'art. 66, comma 7, del RE.

50. Si ribadisce comunque che nei casi sopra segnalati ai soggetti destinatari delle informazioni non è consentito di abusare del loro privilegio informativo, pena l'applicazione delle sanzioni previste dal TUF.

*m) Rapporti con terzi soggetti a obblighi di riservatezza.*

51. L'art. 114, comma 4, del TUF prevede che qualora gli emittenti o i soggetti controllanti, o una persona che agisca in loro nome o per loro conto, comunichino nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni privilegiate ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi emittenti o controllanti ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale.

52. Da tale previsione si può dedurre che, a condizione dell'esistenza di un obbligo di riservatezza, di un rapporto giustificativo e di misure organizzative idonee a segregare l'informazione privilegiata, onde evitarne un'impropria circolazione interna ed esterna, è possibile informare in modo selettivo soggetti terzi. Al fine della compiuta interpretazione di tale disposizione e a titolo non esaustivo, tra tali soggetti terzi possono essere inclusi:

- a) i consulenti dell'emittente o dei controllanti e gli altri soggetti coinvolti nell'esame delle materie oggetto di consulenza;
- b) i soggetti con i quali l'emittente ha in corso negoziazioni su operazioni commerciali o finanziarie;
- c) le autorità pubbliche di vigilanza di settore;
- d) le banche nell'ambito dell'attività di concessione degli affidamenti;
- e) le agenzie di rating;
- f) le società di gestione dei mercati ove sono quotati gli strumenti finanziari

53. Per quanto concerne in particolare lo scambio di informazioni che si verifica nell'ambito dello svolgimento degli incarichi di consulenza si precisa che, poiché l'art. 66, comma 7, del RE non si applica alla generalità delle informazioni societarie, bensì soltanto a quelle attinenti alle situazioni contabili, destinate ad essere riportate nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato e nelle relazioni semestrale e trimestrali, è legittima la comunicazione, "nel normale esercizio del lavoro", senza obbligo di informare preventivamente il pubblico, di informazioni privilegiate, diverse da quelle relative alle citate situazioni contabili, a società e professionisti nello stretto ambito dei rapporti inerenti agli incarichi di consulenza loro conferiti, salvo quanto previsto, in relazione ai doveri di integrale comunicazione, nei casi di insussistenza degli obblighi di riservatezza previsti dal citato art. 114, comma 4, del TUF.

54. In relazione inoltre alle agenzie di *rating*, si rileva che la possibilità per le predette agenzie di utilizzare informazioni dell'emittente non pubbliche, incluse le informazioni privilegiate, nell'ambito della loro attività di valutazione del merito di credito, è stata evidenziata in vari

documenti elaborati da organizzazioni internazionali quali la IOSCO o il *Committee of European Securities Regulators* (CESR).

55. Al riguardo, con l'obiettivo di favorire una corretta interazione tra agenzie di *rating* ed emittenti, volta a garantire la trasparenza sul mercato, appare opportuno richiamare in particolare quanto previsto dal *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* elaborato dalla IOSCO e dal *Technical Advice* del CESR in materia di agenzie di *rating*. Il documento IOSCO prevede che, ove fattibile ed appropriato, l'agenzia di *rating* deve, prima di emettere o rivedere un giudizio di *rating*, informare l'emittente delle informazioni critiche e delle principali considerazioni su cui quel *rating* sarà fondato; qualora in particolari circostanze l'agenzia di *rating* non abbia informato l'emittente preventivamente, essa dovrà farlo nel più breve tempo possibile dopo l'emissione del *rating*, generalmente spiegando le ragioni del ritardo. Inoltre, il CESR ha tra l'altro indicato che: i) è importante sia per l'emittente sia per il mercato comprendere gli elementi chiave su cui un *rating* si fonda al fine di valutare pienamente il significato e la rilevanza del *rating* stesso; ii) l'informazione che l'agenzia di *rating* deve fornire preventivamente all'emittente deve essere specifica e dettagliata in relazione ai fatti sottostanti al giudizio di *rating*. In tal modo l'emittente potrà tenere conto di quanto evidenziato dall'agenzia di *rating* ai fini di ogni opportuna valutazione in merito alla pubblicazione delle informazioni privilegiate, di cui ha l'esclusiva responsabilità.
56. Resta fermo che sia i consulenti sia le agenzie di *rating* non possono abusare del loro privilegio informativo.

*n) Ulteriori obblighi informativi*

A. Incontri con analisti finanziari

57. Gli emittenti strumenti finanziari quotati sono soliti diffondere, specie in occasione di incontri con analisti finanziari, dati e notizie relativi a fatti che, pur non essendo idonei ad influenzare "sensibilmente" il prezzo degli strumenti finanziari (e, per tale motivo, non rientrando nel campo di applicazione dell'art. 114, commi 1 e 2, del TUF), sono comunque idonei, quando resi pubblici, a produrre effetti sull'andamento delle contrattazioni sul mercato.
58. A tutela della parità informativa tra i diversi operatori e fermi restando gli obblighi legislativi e regolamentari vigenti, si **raccomanda** alle società emittenti ed ai soggetti controllanti che organizzino o partecipino ad incontri con analisti finanziari o operatori del mercato:
- a) di comunicare anticipatamente alla Consob ed alla società di gestione del mercato data, luogo e principali argomenti dell'incontro e trasmettere alle stesse la documentazione messa a disposizione dei partecipanti all'incontro al più tardi contestualmente allo svolgimento degli incontri stessi;
  - b) di aprire la partecipazione all'incontro anche ad esponenti della stampa economica, ovvero, ove ciò non sia possibile, di pubblicare, con le modalità previste dall'art. 66 del RE, un comunicato stampa che illustri i principali argomenti trattati;
  - c) di predisporre accorgimenti idonei a far sì che anche le proprie società controllate rispettino i principi sopra indicati.

59. Resta fermo che, ove nel corso dei suddetti incontri siano diffusi dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo, le società emittenti dovranno diffondere, relativamente a tali dati, un comunicato ai sensi dell'art. 66 del RE.

B. Operazioni di compravendita di azioni di risparmio non convertibili

60. - In relazione al significativo incremento di operazioni di carattere straordinario (fusioni, conversioni, offerte pubbliche di acquisto) concernenti le azioni di risparmio non convertibili emesse da società quotate, a cui consegue il *delisting* degli stessi strumenti finanziari, particolare interesse riveste la completa e tempestiva informazione del pubblico sulla quota delle azioni di risparmio non convertibili detenuta dai soggetti facenti parte del medesimo gruppo di appartenenza dell'emittente.

61. A tale proposito si ritiene quindi opportuno prevedere per le operazioni di compravendita aventi ad oggetto i titoli della specie, effettuate dai soggetti appartenenti al gruppo dell'emittente, ulteriori adempimenti relativi all'informazione degli investitori, in aggiunta a quelli previsti per lo stesso emittente dagli articoli 87 e 101 del RE, in modo da fornire al pubblico una situazione di sintesi delle operazioni effettuate. In particolare, fermi gli obblighi previsti dalla disciplina in materia di informazione su fatti rilevanti, si **raccomanda** ai soggetti capigruppo (inclusi gli stessi emittenti quotati nel caso in cui non sia individuabile un soggetto di controllo) di comunicare al pubblico, con le modalità ed i tempi previsti dall'art. 66 del citato Regolamento, l'avvenuta esecuzione di operazioni di compravendita concernenti le azioni di risparmio non convertibili, effettuate da soggetti appartenenti al gruppo, allorché per effetto delle operazioni in questione lo stesso gruppo venga a detenere complessivamente una partecipazione alla frazione del capitale sociale rappresentato da azioni di risparmio non convertibili, di ammontare superiore alle percentuali del 2, 5, 7.5, 10 e successivi multipli di 5, ovvero il gruppo stesso riduca la partecipazione detenuta al di sotto delle predette soglie.

### III - Dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo (art. 68 RE)

a) *In generale*

62. Nelle informazioni che le società emittenti diffondono al pubblico, i dati previsionali e gli obiettivi quantitativi hanno un'influenza rilevante sulla formazione delle aspettative degli investitori e di conseguenza sull'andamento delle quotazioni degli strumenti finanziari emessi dalle stesse società.

63. Il RE ha, pertanto, stabilito cautele atte ad evitare il prodursi delle asimmetrie informative circa l'andamento atteso della gestione delle società. In particolare, l'art. 68 del citato Regolamento stabilisce che gli emittenti strumenti finanziari sono tenuti, qualora volontariamente diffondano al pubblico dati previsionali ed obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, ad effettuare la relativa comunicazione secondo le modalità stabilite dall'art. 66 dello stesso Regolamento, in modo da garantire la più compiuta diffusione presso la generalità del pubblico. Lo stesso articolo contempla, inoltre, la possibilità che le previsioni e gli obiettivi si manifestino con il tempo irrealistici o non raggiungibili e che si evidenzino scostamenti, di segno positivo o negativo, tra i dati previsionali pubblicati e i risultati derivanti dalla redazione di situazioni contabili ovvero da nuove previsioni relative ai medesimi periodi. In tal caso qualora i dati previsionali abbiano formato oggetto di volontaria comunicazione al mercato, il pubblico deve essere informato del verificarsi di tali scostamenti ai sensi del citato art. 68.

64. Si rileva inoltre che, spesso, intermediari finanziari, investitori professionali e centri di analisi, elaborano stime relative all'andamento della gestione delle società quotate. Il giudizio complessivo che risulta dall'insieme delle opinioni espresse dagli analisti, indicato anche come *consensus estimate*, è normalmente sintetizzato e messo a disposizione del pubblico, in vario modo, da parte degli organi di informazione. Anche la verifica e il commento del citato *consensus* di mercato da parte degli emittenti, nel caso in cui si discosti dalle previsioni da questi formulate in merito all'andamento della propria gestione, assume quindi rilevanza al fine di garantire la formazione di corrette aspettative da parte degli investitori.
65. Gli annunci al pubblico formulati da parte degli emittenti, aventi ad oggetto commenti e precisazioni sui citati scostamenti, vengono nella prassi di mercato indicati come *profit warning* e *earning surprise*
66. Ciò premesso, in relazione al corretto adempimento degli obblighi previsti dal citato art. 68, si ritiene utile fornire le seguenti precisazioni:
- a) il rispetto dei principi di correttezza nell'elaborazione dei comunicati emessi ai sensi della disciplina vigente, impone agli emittenti di specificare in modo chiaro, al momento della pubblicazione dei dati prospettici, se si tratta di vere e proprie previsioni ovvero di obiettivi strategici stabiliti nell'ambito della programmazione aziendale;
  - b) per dati previsionali e obiettivi quantitativi "diffusi", in relazione ai quali occorre verificare gli scostamenti rispetto all'andamento effettivo della gestione, si intendono i dati resi pubblici sia attraverso le modalità indicate dall'art. 66 del RE sia in adempimento di altre previsioni contenute nel TUF e relativi regolamenti di attuazione, come ad esempio i prospetti concernenti la sollecitazione all'investimento e/o di quotazione;
  - c) l'accertamento degli scostamenti dai dati previsionali deve essere effettuato con riferimento non soltanto ai risultati che si evidenziano al momento della formale approvazione delle situazioni contabili periodiche (trimestrali, semestrale, bilancio), ma anche avendo riguardo a successive previsioni formulate dagli stessi emittenti che aggiornano le precedenti stime, riferite ai medesimi periodi; in ogni caso il comunicato per il pubblico deve indicare le ragioni dei citati scostamenti.
  - d) può integrare la fattispecie prevista dall'art. 68 del RE anche la diffusione al pubblico di informazioni che avallano le stime sull'evoluzione aziendale formulate da analisti terzi.
67. Con specifico riferimento all'opportunità di emissione di *profit warning* o *earning surprise* sul *consensus estimate*, si **raccomanda**, inoltre, di:
- a) monitorare il *consensus* di mercato, anche attraverso la valutazione delle analisi finanziarie pubblicate;
  - b) esaminare eventuali scostamenti significativi fra risultati attesi dal mercato e risultati attesi dalla società, individuarne le ragioni e conseguentemente, fermi gli eventuali obblighi di comunicazione al pubblico derivanti dall'art. 114, comma 1, del TUF, invitare gli analisti a riconsiderare le proprie aspettative attraverso la diffusione di avvisi elaborati sulla base delle previsioni interne aggiornate.

68. Al riguardo appare opportuno precisare che l'art. 68 del RE richiede la pubblicazione delle informazioni previsionali, se diffuse a terzi, a prescindere da qualsiasi valutazione circa l'idoneità delle stesse informazioni a influire sensibilmente sui prezzi dei relativi strumenti finanziari. Resta in ogni caso fermo, pertanto, l'obbligo di pubblicare senza indugio, con le modalità indicate nell'art. 66 del RE, gli elementi su cui si fondano le informazioni previsionali nel caso in cui tali elementi integrino fattispecie rilevanti ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF.

*b) Diffusione effettuata da una società controllata non quotata*

69. L'obbligo di cui all'art. 68 del RE sussiste anche nel caso in cui la diffusione a terzi dei dati previsionali non è effettuata dall'emittente titoli quotati ma da una sua controllata e sia idonea, per la rilevanza assunta all'interno del gruppo che fa capo alla società quotata, ad influenzare la valorizzazione di quest'ultima società.

*c) Incontri con Organizzazioni Sindacali*

70. In relazione alla prassi diffusa presso gli emittenti strumenti finanziari quotati di prendere in esame, in occasione di incontri con i rappresentanti delle Organizzazioni Sindacali dati relativi alle prospettive aziendali, si ritiene utile chiarire, ai fini di una corretta applicazione della normativa in materia, che qualora le delegazioni delle predette organizzazioni non abbiano assunto alcun vincolo di riservatezza, gli emittenti sono tenuti ad osservare il citato art. 68 del RE, mettendo a disposizione del pubblico ogni dato previsionale ed obiettivo quantitativo concernente l'andamento della gestione nonché ogni dato contabile di periodo eventualmente comunicato ai citati rappresentanti.

71. Nel caso in cui i rappresentanti delle Organizzazioni Sindacali abbiano assunto vincoli di riservatezza, si **raccomanda**, comunque, agli emittenti:

- a) di diffondere al pubblico con le modalità previste dall'art. 66 del RE le informazioni relative ai predetti argomenti se è ragionevole ritenere che le stesse notizie possano avere una rilevante influenza sulle quotazioni degli strumenti finanziari quotati;
- b) di informare il pubblico, in presenza di indiscrezioni pubblicate dagli organi di stampa, circa la veridicità delle notizie relative agli argomenti trattati con i rappresentanti delle Organizzazioni Sindacali anche in assenza di rilevanti variazioni del prezzo di mercato degli strumenti finanziari.

72. Resta fermo quanto oggetto di chiarimento nel precedente punto I.10 in relazione all'applicazione dell'art. 114, comma 1, del TUF.

#### **IV - Ricerche e valutazioni riguardanti strumenti finanziari quotati o loro emittenti**

*a) Raccomandazioni (articoli da 69 a 69-septies e 69-novies del RE)*

73. La sezione II del capo II del titolo II del RE, di attuazione dell'art. 114, comma 9, del TUF, disciplina, riproducendo le disposizioni previste dalla direttiva comunitaria 2003/125/CE, la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e nella diffusione di raccomandazioni di investimento nonché le modalità di pubblicazione delle ricerche prodotte dagli emittenti e dai soggetti abilitati.

74. In relazione all'ambito di applicazione di tali disposizioni si evidenzia che le previsioni generali contenute nell'art. 114, comma 8, riguardano tutti i soggetti, sia italiani sia esteri, che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti strumenti finanziari indicati nell'articolo 180, comma 1, lett. a), del TUF. Tale disposizione richiama gli strumenti finanziari, indicati nell'articolo 1, comma 2, del TUF, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea. Al riguardo appare opportuno rilevare che, in ossequio all'art. 10 della direttiva di livello 1, nella sostanza gli stati membri hanno competenza in relazione a: i) ogni ricerca prodotta o diffusa nel proprio territorio concernente strumenti finanziari o emittenti ammessi a quotazione in uno degli stati membri, ii) ogni ricerca prodotta o diffusa in un altro stato membro concernente strumenti finanziari o emittenti ammessi a quotazione nel proprio territorio.
75. Ai sensi delle disposizioni regolamentari taluni più penetranti obblighi relativi alla correttezza e alla comunicazione al pubblico di conflitti di interesse si applicano, tra l'altro, alle ricerche prodotte o diffuse da "soggetti abilitati" nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi. Al riguardo si rileva che la definizione di soggetti abilitati (cfr. art. 1, comma 1, lett. r), del TUF) comprende le SIM e le imprese di investimento comunitarie ed extra-comunitarie autorizzate a svolgere servizi di investimento, le SGR e le società di gestione armonizzate e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento.
76. Gli obblighi di pubblicazione delle raccomandazioni previsti dal comma 9, lett. b), dell'art. 114 del TUF e dell'art. 69-novies del RE si applicano soltanto nel caso in cui le stesse raccomandazioni siano prodotte o diffuse da soggetti abilitati o da emittenti quotati. In considerazione del fatto che tali adempimenti non sono previsti in attuazione della normativa comunitaria, costituisce condizione necessaria per la applicabilità della disciplina in questione la circostanza che le raccomandazioni siano destinate al pubblico in Italia.
77. Come indicato nell'art. 65 del RE, rientrano nella definizione di "raccomandazione" le ricerche o altre informazioni, destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, intese a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito ad uno o a più strumenti finanziari ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti. Tale indicazione, riprodotta testualmente dalla direttiva comunitaria di livello due, persegue l'obiettivo di includere nell'ambito di applicazione della disciplina in esame, l'universo delle attività di ricerca e analisi idonee nella sostanza a fondare decisioni di investimento dei soggetti a cui sono destinate. In considerazione delle numerose ed eterogenee forme con cui si manifestano nella prassi fattispecie che possono ricadere nella definizione di raccomandazione e sulla base delle ripetute richieste di chiarimento formulate da parte dei soggetti interessati, si ritiene opportuno, comunque, fornire indicazioni in merito a talune tipologie di documenti la cui inclusione nel citato universo appare dubbia. Resta ferma, tuttavia, la responsabilità dei soggetti che producono o diffondono tali elaborati in ordine alla valutazione della loro rilevanza ai fini dell'applicazione della disciplina in esame.
78. Al riguardo si osserva, in particolare, che:
- a) sono da considerare raccomandazioni gli elaborati relativi ad uno o più emittenti strumenti finanziari di sintetico contenuto e veloce aggiornamento, quali le *morning note*, i *daily fax* e le *flash notes* o altri documenti di analogo contenuto, qualora tali documenti siano idonei a fondare decisioni di investimento; tale idoneità si realizza quando essi contengono esplicite o implicite raccomandazioni al pubblico, per effetto dell'analiticità dei contenuti ovvero della presenza di elementi nuovi rispetto a precedenti giudizi e alle prevalenti aspettative del

mercato;

- b) non sono invece assoggettabili alla disciplina in oggetto quei documenti che riportano in modo oggettivo, acriticamente e senza alcuna analisi, mere informazioni già diffuse al pubblico dagli emittenti quotati ai sensi della normativa vigente, nonché dati, anche di natura previsionale, concernenti soltanto aggregati di carattere macroeconomico;
- c) i documenti utilizzati nell'ambito di attività "commerciali", quali le c.d. *sales literature* o altri documenti di contenuto analogo, anche nella forma di informazioni verbali o brevi messaggi, relative all'usuale attività dell'analista finanziario, ovvero le c.d. *trading ideas*, rivolti ai gestori delle filiali, che possono costituire il supporto per attività di consulenza connesso al rapporto di negoziazione richiesto dal cliente, sono da ritenere escluse dall'area delle raccomandazioni nel caso in cui sono caratterizzate da un taglio personalizzato e da improbabilità di pubblicazione; al riguardo vale citare l'art. 65 comma 4, del RE, secondo il quale non si considerano raccomandazioni "i consigli di investimento per mezzo di raccomandazioni personalizzate, le quali è improbabile vengano rese pubbliche, fornite dai soggetti abilitati ai clienti in merito ad una o a più operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari"; sul punto si rileva che il terzo considerando della direttiva comunitaria n. 2003/125/CE include tra i predetti consigli quelli "*informali in materia di investimenti a breve termine provenienti dagli uffici vendite o commerciali dei predetti soggetti abilitati*";
- d) non sono da considerare raccomandazioni, ricadenti nell'ambito della disciplina in esame, gli elaborati, non destinati al pubblico, utilizzati in occasione di presentazioni di nuove emissioni di strumenti finanziari ai potenziali partecipanti a consorzi di collocamento e garanzia per offerte istituzionali o pubbliche, con la finalità della costituzione di detti consorzi;
- e) gli studi di settore possono rilevare ai fini della disciplina in esame se in relazione ad essi si possono trarre immediate e non equivoche valutazioni sulle società quotate *leader* nel settore oggetto di esame;
- f) come è possibile dedurre implicitamente dall'art. 69-*septies* del RE sono da considerare raccomandazioni le ricerche o altre informazioni, come definite nell'art. 65, comma 2, del RE, divulgate nella forma non scritta; al riguardo si rileva che possono, tra l'altro, essere incluse in tale area le interviste rilasciate ai "media" (televisioni, radio, ecc.); per tali raccomandazioni l'art. 69-*septies*, comma 2, prevede che i soggetti pertinenti adempiono alle disposizioni relative alla corretta presentazione tenendo conto delle specifiche esigenze di sintesi, immediatezza e comprensione da parte del pubblico connesse con tale modalità di diffusione; appare evidente che anche le misure idonee a dimostrare, su richiesta della Consob, il carattere ragionevole di ogni raccomandazione, previste dal comma 3 dello stesso articolo, debbano essere predisposte tenendo conto della particolare tipologia di raccomandazione; in particolare, si ritiene che il soggetto pertinente dovrà, tra l'altro, mantenere evidenza della raccomandazione scritta dalla quale la raccomandazione non scritta è stata eventualmente tratta ovvero adeguati mezzi di riproduzione di quest'ultima.

79. Si fa presente che le raccomandazioni oggetto delle norme in esame sono quelle destinate al pubblico o ai canali di divulgazione. Appare ragionevole ritenere che la destinazione al pubblico di un documento ricorra quando ne è possibile un'agevole, pronta e indistinta acquisizione da parte degli investitori, come accade nei casi di distribuzione nel corso di

conferenze e incontri aperti o di libera pubblicazione su un sito internet. Maggiore attenzione è necessaria con riguardo alle raccomandazioni destinate ai “canali di divulgazione” che in base all’art. 65, comma 3, del RE sono i canali attraverso i quali le informazioni vengono, o è probabile che vengano, rese pubbliche perché ad esse ha accesso un “*gran numero di persone*”. Possono essere considerati canali di divulgazione le trasmissioni via posta, telefax o *e-mail* a gruppi di investitori ovvero la pubblicazione in un’area riservata di un sito internet. Al fine di ritenere sussistente la condizione della destinazione delle informazioni a un “gran numero di persone” criteri prudenziali portano a ritenere applicabile la disciplina in esame nei casi in cui le raccomandazioni siano diffuse tramite i predetti canali. Tale condizione può essere esclusa qualora, sulla base di elementi obiettivi e documentabili sia dimostrabile che la divulgazione è destinata a un insieme di persone quantificabile come non di grande numero, in funzione ad esempio della “personalizzazione” delle raccomandazioni in base alle caratteristiche specifiche dei loro destinatari.

80. Appare opportuno, inoltre, fornire precisazioni in relazione alle previsioni relative alla corretta presentazione delle raccomandazioni. In relazione a tale argomento si rileva che:
- a) una prima questione attiene all’art. 69-*bis* del RE, relativamente alle condizioni generali e, in particolare, con riferimento all’attendibilità delle fonti e al carattere ragionevole delle analisi; al riguardo, premesso che tali elementi devono essere valutati avendo riguardo a ciò che generalmente viene riconosciuto “adeguato” nella prassi operativa, si può osservare che l’attendibilità delle fonti si riferisce principalmente alla verifica della provenienza delle informazioni utilizzate e al loro grado di ufficialità e la ragionevolezza delle raccomandazioni deve poter essere dimostrata, su richiesta della Consob, in base all’adozione di adeguate misure procedurali e organizzative relative al processo di produzione delle raccomandazioni.
  - b) in relazione alla rilevanza della “modifica” che a seguito dell’invio all’emittente, ai sensi dell’art. 69-*ter* del RE, determina l’obbligo di farne menzione nella raccomandazione, si ritiene che tale obbligo sussiste nei casi in cui la modifica, riferendosi alla raccomandazione nel complesso e non a singoli elementi o parti, sia di rilevanza tale da modificare il significato dell’informazione fornita e quindi idonea ad alterare le aspettative degli investitori che basano le loro scelte di investimento anche sulla raccomandazione in questione.
81. Ulteriori chiarimenti da fornire in relazione alle raccomandazioni attengono alle previsioni relative alla trasparenza dei conflitti di interesse. Al riguardo si rileva che tra i rapporti e le circostanze che possono essere ragionevolmente ritenuti tali da compromettere l’obiettività delle raccomandazioni indicati nell’art. 69-*quater*, comma 1, sono da includere, tra gli altri:
- a) le partecipazioni agli organi sociali dell’emittente da parte del soggetto pertinente, se persona fisica, ovvero delle persone fisiche che lavorano per il soggetto pertinente, persona giuridica, sulla base di un contratto di lavoro;
  - b) il caso di dipendenti dell’emittente che partecipano negli organi sociali del soggetto pertinente se persona giuridica;
  - c) nonché l’eventuale coincidenza dei partecipanti ai consigli di amministrazione dell’emittente e del soggetto pertinente se persona giuridica.

82. Tra gli interessi finanziari rilevanti detenuti dal soggetto pertinente, previsti dall'art. 69-bis, comma 1, lett. b), del RE devono essere inclusi almeno:
- a) l'esistenza di significative posizioni aperte su strumenti finanziari derivati il cui sottostante è rappresentato da strumenti finanziari emessi dall'emittente per numero e quantità tali da non garantire una posizione complessivamente neutrale rispetto alla variazione delle quotazioni degli strumenti sottostanti;
  - b) l'emissione di un volume significativo di strumenti finanziari collegati agli strumenti finanziari dell'emittente;
  - c) l'esistenza di significativi rapporti di credito tra il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate e l'emittente.

*b) Valutazioni del merito di credito (art. 69-decies RE)*

83. L'art. 114, comma 8, del TUF disciplina oltre alle raccomandazioni anche le valutazioni destinate ai canali di divulgazione o al pubblico. Tali previsioni sono da riferirsi alle valutazioni del merito di credito di emittenti o di strumenti finanziari. La stessa disposizione esclude dall'ambito della sua applicazione le valutazioni prodotte o diffuse da società di *rating*.
84. Sulla base di tale indicazione la sezione III del capo II del titolo II del RE (art. 69-decies), di attuazione dell'art. 114, comma 9, del TUF, disciplina la corretta presentazione e la trasparenza dei conflitti di interessi nella produzione e diffusione di valutazioni del merito di credito emesse da soggetti che professionalmente producano o diffondano tali valutazioni. Le valutazioni del merito di credito oggetto delle norme in esame sono, come per le raccomandazioni, quelle destinate ai canali di distribuzione o al pubblico. Si rimanda pertanto per i chiarimenti sull'ambito di applicazione della disciplina alle considerazioni già svolte nel paragrafo precedente.
85. Le norme regolamentari di attuazione stabiliscono che i soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito devono informare il pubblico delle misure adottate al fine di presentare l'informazione in modo corretto e di comunicare l'esistenza di conflitti di interessi, specificando se e in quale forma tali misure sono aderenti a quelle emanate dalla *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* in materia di agenzie di rating. Si sottolinea al riguardo che l'adozione delle misure elaborate dalla IOSCO – o di misure equivalenti – costituisce il riferimento adeguato al fine di porre in essere comportamenti corretti e un soddisfacente livello di trasparenza.
86. In riferimento alle valutazioni del merito di credito emesse da soggetti abilitati è da ritenersi che si realizzano adeguate condizioni di correttezza e trasparenza dei conflitti di interessi, equivalenti a quelle previste dal citato art. 69-decies del RE, qualora tali soggetti rispettino le previsioni stabilite per le raccomandazioni tenendo conto dei necessari adattamenti attinenti alla specifica attività.

**V - Diffusione di informazioni attraverso la rete Internet**

87. Lo sviluppo della rete Internet come strumento per la comunicazione e l'informazione finanziaria ha contribuito in modo rilevante al miglioramento del processo di diffusione al

pubblico delle notizie relative agli strumenti finanziari quotati utilizzabili ai fini delle scelte di investimento.

88. Negli ultimi tempi si è registrata, infatti, una rapida crescita sia del numero di emittenti strumenti finanziari quotati che utilizzano il proprio sito *web* come mezzo di diffusione delle informazioni finanziarie, sia di siti dedicati all'informazione finanziaria, che spesso presentano anche aree di discussione riservate allo scambio di opinioni ed informazioni da parte degli utenti.
89. L'impiego della rete telematica, tuttavia, genera effetti positivi in relazione allo sviluppo dell'efficienza del mercato a condizione che venga garantito il rispetto dei medesimi principi di veridicità, chiarezza e completezza che regolano l'utilizzo dei canali tradizionali, al fine di non indurre il pubblico in errore su circostanze e fatti essenziali in ordine ai quali si formano le aspettative di mercato e le correlate decisioni di investimento da parte degli investitori.
90. In attuazione di quanto previsto dall'art. 6, comma 1, secondo periodo, della direttiva comunitaria 2003/6/CE l'art. 66, comma 5, del RE impone agli emittenti strumenti finanziari di pubblicare sul proprio sito Internet, ove disponibile, i comunicati diffusi ai sensi dell'art. 114, commi 1 e 4, entro l'apertura del mercato del giorno successivo a quello della sua diffusione. La dizione "ove disponibile" riferita al sito Internet chiarisce che l'obbligo di pubblicazione in questione si applica soltanto alle società che abbiano già attivato un proprio sito.
91. Tale pubblicazione non esonera in nessun caso tali soggetti dal rispettare preventivamente i predetti adempimenti previsti dal TUF.
92. A tale riguardo la Commissione sottolinea, inoltre, che le regole volte ad assicurare l'integrità del mercato, ed in particolare quelle che reprimono la diffusione di notizie non corrette, nonché la comunicazione e l'utilizzazione di informazioni privilegiate, trovano applicazione anche con riferimento alle informazioni diffuse attraverso Internet.
93. Pertanto, al fine di garantire una corretta informazione degli investitori, si raccomanda agli **emittenti** che utilizzano propri siti Internet di attenersi ai seguenti criteri:
  - a) riportare i dati e le notizie nelle pagine *web* secondo adeguati criteri redazionali, che tengano conto della funzione di informazione della comunicazione finanziaria agli investitori, evitando, in particolare, di perseguire finalità promozionali;
  - b) indicare in chiaro, in ciascuna pagina *web*, la data e l'ora di aggiornamento dei dati;
  - c) assicurare, nel caso di utilizzo di una seconda lingua oltre a quella italiana che il contenuto sia il medesimo nelle due versioni, evidenziando, in caso contrario, le eventuali differenze;
  - d) diffondere, nel più breve tempo possibile, un testo di rettifica in cui siano evidenziate le correzioni apportate, nel caso di errori contenuti nell'informazione pubblicata sul sito;
  - e) citare sempre la fonte dell'informazione in occasione della pubblicazione di dati e notizie elaborati da terzi;

- f) dare notizia, nei comunicati previsti dalla normativa applicabile, della eventuale pubblicazione sui siti *web* dei documenti, inerenti agli eventi riportati nei predetti comunicati, che non siano stati messi a disposizione del pubblico attraverso modalità di diffusione alternative;
  - g) mettere a disposizione del pubblico tramite Internet i documenti preferibilmente in versione integrale, ovvero assicurare che l'eventuale sintesi rispecchi fedelmente il quadro informativo del documento originale;
  - h) indicare, riguardo ai documenti pubblicati sul sito, se trattasi della versione integrale, ovvero di un estratto o di un riassunto, esplicitando comunque le modalità per il reperimento dei documenti in formato originale;
  - i) effettuare eventuali rinvii ad altri siti sulla base di principi di correttezza e neutralità e in modo tale da consentire all'utente di rendersi conto agevolmente in quale altro sito si è posizionato;
  - l) indicare la fonte nonché l'ora effettiva della rilevazione dei dati sulle quotazioni e sui volumi scambiati degli strumenti finanziari eventualmente riportati;
  - m) consentire una libera consultazione del sito evitando, anche nel caso in cui la gestione delle pagine sia effettuata da terzi, di condizionarne l'accesso alla preventiva comunicazione di dati e notizie da parte degli investitori;
  - n) Osservare la massima prudenza negli interventi nei siti di informazione finanziaria, ovvero nei *forum* di discussione, al fine di non alterare la parità informativa tra gli investitori.
94. Si raccomanda inoltre gli emittenti di pubblicare, attraverso gli stessi siti, anche la documentazione relativa al bilancio di esercizio, alla relazione sull'andamento della gestione del primo semestre e alla relazione trimestrale.
95. Al fine di orientare al rispetto dei principi di correttezza anche la condotta di tutti coloro che svolgono servizi di informazione finanziaria tramite Internet relativamente agli strumenti finanziari quotati, tra cui in particolare gli intermediari autorizzati, i siti di informazione finanziaria, gli analisti indipendenti, si **raccomanda** ad essi di osservare le indicazioni sopra riportate in merito alle informazioni contenute nelle pagine, nei limiti in cui ciò sia compatibile con la diversa natura dei soggetti interessati e del servizio da essi svolto.
96. Si è rilevato, infine, che nelle avvertenze per gli utenti presenti nei siti *web* spesso sono inserite talune clausole limitative della responsabilità per le informazioni in essi contenute e per quelle richiamate mediante collegamenti ipertestuali. Al riguardo si invitano i responsabili dei siti in questione ad esercitare la massima prudenza, atteso che la presenza di tali clausole non è sufficiente ad escludere possibili responsabilità in caso di svolgimento di attività espressamente vietate dalle disposizioni vigenti.

## VI - Registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate

### a) Ambito di applicazione

97. Il capo I del Titolo VII del RE contiene la disciplina di attuazione dell'art. 115-*bis* del TUF, relativa ai registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate applicabile agli emittenti quotati, ai soggetti in rapporto di controllo e ai soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto. La finalità di detta disciplina è quella di sviluppare una maggiore attenzione degli operatori sul valore delle informazioni privilegiate di cui dispongono e, quindi, di stimolare la costituzione di adeguate procedure interne sulla circolazione e il monitoraggio di tali informazioni, ciò anche al fine di realizzare una riduzione del fenomeno dei *rumour* di mercato. La stessa disciplina consente al contempo di agevolare lo svolgimento dell'attività di vigilanza da parte della Consob sul rispetto delle norme previste a tutela dell'integrità dei mercati.
98. In relazione all'ambito di applicazione della disciplina in esame, si rileva che sono tenuti ad istituire e mantenere un registro, ai sensi dell'art. 115-*bis*, in via primaria gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi. In relazione a questi ultimi si evidenzia che sono da ritenere soggetti agli obblighi in questione sia i controllanti sia le società controllate.
99. Gli emittenti quotati sono le società come definite dall'art. 1, comma 1, lett. w), del TUF, e pertanto tutti i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani. Atteso che l'estensione degli obblighi di informazione al pubblico, agli emittenti per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni, è stabilita dal comma 12 dell'art. 114 del TUF, soltanto con riferimento agli adempimenti previsti dal medesimo articolo, la disciplina di legge non prevede un obbligo di tenuta dei registri per la fase precedente l'ammissione. Al riguardo tenuto conto dell'importanza che anche in tale fase il citato strumento può avere al fine della regolare gestione dell'informazione, da parte dei soggetti interessati, si **raccomanda** agli emittenti per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni, ai loro controllanti e controllati nonché ai soggetti che agiscono in loro nome o per loro conto di anticipare la predisposizione e tenuta dei registri a partire dalla data di formulazione della richiesta di ammissione.
100. Con riferimento ai controllanti le informazioni rilevanti sono quelle relative ad eventi o complessi di circostanze, riguardanti operazioni decise dagli stessi soggetti, direttamente idonee, alla luce delle circostanze concrete, ad influenzare il prezzo dei titoli quotati della controllata. Parimenti, in relazione alle società controllate rilevano tutte le informazioni che possano essere considerate di carattere privilegiato per la controllante quotata, alla luce della significatività delle attività delle predette società controllate. Nel caso in cui una società controllata abbia strumenti finanziari quotati in un paese comunitario diverso dall'Italia si ritiene sufficiente ai fini del rispetto dell'obbligo in esame che siano effettuati i relativi adempimenti previsti nel paese estero di quotazione.
101. L'art. 152-*bis*, comma 4, del RE, consente, sia alle società in rapporto di controllo con l'emittente sia allo stesso emittente, di delegare ad altra società del gruppo l'istituzione, la gestione e la tenuta del registro purché le politiche interne relative alla circolazione e al monitoraggio delle informazioni privilegiate consentano alla società delegata un puntuale

adempimento degli obblighi connessi. Al riguardo si precisa che per utilizzare tale facoltà è necessario che la gestione del registro, nell'interesse del soggetto tenuto all'adempimento, avvenga nel rispetto dei doveri posti a garanzia della riservatezza delle informazioni privilegiate e dei divieti sugli abusi di mercato, restando pertanto applicabile l'art. 114, comma 4, del TUF in caso di intenzionale o non intenzionale divulgazione delle informazioni al pubblico.

102. La disciplina si applica anche al controllante persona fisica; in questo caso tale persona dovrà mantenere evidenza di tutti i soggetti che hanno agito in suo nome o per suo conto.

b) Soggetti che agiscono in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso

103. In relazione ai soggetti che agiscono in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso si rileva che i primi hanno la piena responsabilità dei registri da essi predisposti. L'emittente o il soggetto in rapporto di controllo sono tenuti ad indicare nei propri registri il nome del consulente, se persona fisica, ovvero della società di consulenza unendo, in tale caso, il nominativo di un diretto responsabile dell'attività prestata dalla stessa società di consulenza. I soggetti che agiscono nel loro nome o per il loro conto devono predisporre un registro contenente tutte le informazioni richieste dall'art. 152-bis del RE.

104. Tali soggetti devono istituire i registri nel momento in cui abbiano possibilità di accesso all'informazione privilegiata. Tale adempimento è agevolato dagli emittenti attraverso la formulazione di avvisi a coloro che espletano una funzione per loro conto quando vengano ad essi trasmesse informazioni privilegiate. Gli emittenti, infatti, al momento della comunicazione delle citate informazioni devono iscrivere nel proprio registro i predetti soggetti e darne loro notizia, attivando di conseguenza l'adempimento da parte dei terzi. Quanto sopra non esclude la possibilità che, ad esempio, i consulenti che prestino la loro attività in via continuativa per un emittente quotato istituiscano un registro relativo a tale cliente avendo accesso a singole o a gruppi di informazioni privilegiate attinenti il medesimo cliente.

105. In merito all'individuazione dei soggetti da includere tra quelli che agiscono in nome o per conto dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso, si osserva che, ai fini di un prudente adempimento della disciplina in esame, è opportuno attenersi ad un'interpretazione non meramente formale delle caratteristiche che qualificano i predetti rapporti. E' da ritenere, pertanto, che rientrino tra tali soggetti, sia pure in modo non esaustivo, le seguenti figure:

- a) i consulenti vari dell'emittente o dei soggetti in rapporto di controllo con esso relativamente ad operazioni riguardanti l'emittente (in materia legale, fiscale, economico aziendale ecc.);
- b) le banche che organizzano e attuano programmi di finanziamento dell'emittente la cui esistenza è da ritenere rilevante per la stabilità finanziaria dell'emittente ovvero che comportano anche la prestazione di attività di consulenza, quali ad esempio i finanziamenti strutturati, i finanziamenti destinati alla ristrutturazione del debito e quelli collegati ad altre operazioni straordinarie;
- c) i soggetti abilitati che detengano informazioni privilegiate relative all'emittente, in qualità di aderenti a consorzi di collocamento e garanzia per l'emissione di strumenti

finanziari, con esclusione della ordinaria attività di *trading* nell'ambito dello svolgimento dei servizi di intermediazione;

d) le società di revisione;

e) i soggetti abilitati che svolgono la funzione di *sponsor* a favore di un emittente.

106. Si osserva, inoltre, che anche le agenzie di *rating* dovrebbero predisporre adeguate procedure relative alla circolazione e al monitoraggio delle informazioni privilegiate detenute in relazione agli emittenti oggetto di valutazione. Si rammenta che lo stesso CESR nel documento di consultazione degli *advice* per la Commissione europea ("*Market Abuse Additional Level 2 Implementing Measures*" CESR/03-102b), ai fini della descrizione dell'ambito di applicazione dei registri, aveva incluso in un elenco esemplificativo dei soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti anche le società di *rating*, elenco che non figura nelle misure adottate. Al riguardo si rileva che l'esigenza di applicare la disciplina in esame alle società di *rating* è analoga a quella che si pone per le società di revisione e per gli *sponsor*, cioè per una tipologia di soggetti che, da un lato, devono essere considerati indipendenti, dall'altro, vengono remunerati dall'emittente stesso e che, anche per tale ragione, sono stati inclusi tra i soggetti sottoposti all'obbligo in esame.
107. I soggetti che agiscono in nome o per conto degli emittenti quotati in Italia o dei soggetti in rapporto di controllo con essi sono tenuti ad adempiere agli obblighi di istituzione e mantenimento dei registri secondo le modalità previste dalla disciplina italiana anche se detti soggetti sono quotati in altri paesi comunitari.

### c) Caratteristiche delle persone da iscrivere

108. Da un punto di vista generale si osserva che l'universo delle persone da iscrivere nei registri non coincide con quello dei soggetti tenuti a comunicare le operazioni di compravendita di azioni emesse dall'emittente medesimo o altri strumenti finanziari ad esse collegati ai sensi dell'art. 114, comma 7, del TUF. In particolare, per quanto riguarda i soggetti interni all'emittente è da ritenere che il numero di quelli che vanno iscritti nei registri sia significativamente e abitualmente più ampio di quello relativo al secondo adempimento. I soggetti da includere nei registri sono infatti tutti quelli che hanno accesso alle informazioni privilegiate, prescindendo dal livello funzionale ricoperto nell'ambito dell'organizzazione aziendale dell'emittente e dei soggetti in rapporto di controllo con esso ovvero dei terzi rilevanti. Le persone soggette agli obblighi di informazione inerenti al c.d. *internal dealing* sono individuati, invece, in funzione dell'appartenenza a livelli apicali dell'emittente (amministrazione, direzione e controllo) nonché sulla base della concorrente capacità di incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dello stesso emittente, oltre che, per altre persone, in relazione allo stretto collegamento con i primi soggetti.
109. L'art. 115-*bis* del TUF prevede che devono essere iscritte nei registri le persone che "*in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte*" hanno accesso alle informazioni privilegiate. La direttiva europea sugli abusi di mercato specifica che le persone che devono essere iscritte nel registro sono solo quelle che lavorano "*per*" il soggetto obbligato in virtù di un contratto di lavoro o altro. Appare pertanto evidente che è fatto obbligo di indicare nei registri soltanto le persone che lavorano per conto, vale a dire nell'interesse di soggetti tenuti alla loro tenuta. Non dovranno quindi, ad esempio, essere inclusi nel registro le controparti in un'operazione di fusione o di acquisizione. Si evidenzia, tuttavia, che i nominativi delle persone che non lavorano per il soggetto obbligato ma che, comunque, hanno accesso a informazioni privilegiate relative

all'emittente potrebbero essere oggetto di richiesta da parte della Consob nel corso di eventuali indagini in materia di abusi di mercato.

#### *d) Caratteristiche dell'accesso alle informazioni privilegiate*

110. L'art. 115-bis del TUF stabilisce che i soggetti iscritti nei registri sono quelli che “*hanno accesso alle informazioni privilegiate*”. Tale accesso non implica necessariamente il possesso effettivo di informazioni privilegiate, che è invece requisito essenziale dei comportamenti di abuso di tali informazioni previsti dal TUF. Per altro verso, l'accesso a informazioni privilegiate non deve essere inteso come mera “*eventualità*” di avere accesso a informazioni privilegiate, altrimenti nei registri verrebbero inclusi, ad esempio, tutti i dipendenti di una società quotata e, quindi, la disciplina perderebbe ogni valore.
111. Per una corretta applicazione delle disposizioni in esame occorre considerare le procedure interne del soggetto obbligato in materia di gestione dei flussi interni delle informazioni privilegiate. Nei registri devono essere indicati quindi le persone che in base a tali procedure hanno effettivamente possibilità di accesso a informazioni privilegiate, tipicamente i soggetti che possono entrare in possesso di informazioni privilegiate in modo lecito e autorizzato. Nei registri, inoltre, andranno indicati anche tutti i soggetti che entrano effettivamente in possesso delle informazioni privilegiate, sia pure in modo occasionale.
112. Al riguardo si rappresenta che la disciplina in esame ha anche l'obiettivo di incentivare i soggetti obbligati ad intraprendere un'attiva politica aziendale in materia di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate.
113. Si evidenzia che l'informazione privilegiata che comporta l'iscrizione nel registro di chi vi abbia accesso coincide con la tipologia di informazione definita dall'art. 181 del TUF. In particolare, lo stesso articolo stabilisce che un'informazione è di carattere preciso se si riferisce a un complesso di circostanze o eventi verificatisi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno. E' pertanto necessario provvedere alla registrazione delle persone che dispongano delle informazioni privilegiate relative sia ad eventi o complessi di circostanze già verificatisi, per i quali, pertanto, si realizza l'obbligo della diffusione al pubblico, sia ad eventi o complessi di circostanze di probabile realizzazione.

#### *e) Struttura dei registri*

114. In generale i criteri per la tenuta dei registri dovrebbero riflettere le scelte adottate dai soggetti obbligati in materia di circolazione e monitoraggio delle informazioni privilegiate e potrebbero essere, quindi, molto differenziati in base alle specifiche soluzioni individuate. L'emittente è, pertanto, libero di predisporre e gestire il registro secondo le esigenze della propria struttura organizzativa.
115. A tale riguardo, pertanto, è possibile mantenere tali strumenti su supporto cartaceo o informatico. Le modalità di tenuta dei registri devono tuttavia essere idonee ad assicurare sufficienti requisiti di qualità in ordine alla: *i)* certezza della data di ogni annotazione; *ii)* immodificabilità del contenuto. E' da ritenere comunque che per gli emittenti quotati lo strumento informatico risponda in modo migliore alle esigenze di pronta esibizione e agevole consultazione in caso di apposita verifica disposta dalla Consob.

116. Per quanto concerne le modalità di iscrizione e aggiornamento dei registri si può osservare che è possibile predisporre registri sia “*permanenti*” o “*funzionali*” sia “*occasional*” relativamente alle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate in ragione dei ruoli e delle funzioni svolti. E’ pertanto possibile che un soggetto venga iscritto nel registro in considerazione del fatto che esso lavora presso una specificata unità organizzativa che, in base alle procedure interne dell’emittente sulla circolazione delle informazioni privilegiate, ha accesso a particolari categorie, tipi o gruppi di informazioni privilegiate.
117. I registri possono anche essere suddivisi per “*categorie*” di informazioni privilegiate, piuttosto che per singole specifiche informazioni. In particolare si potrebbero individuare liste contenenti persone in possesso di informazioni privilegiate che si trovano in uno stadio iniziale (ad esempio le unità organizzative che presso una *merchant bank* si occupano della ricezione via posta di informazioni eventualmente privilegiate), medio (ad esempio, le unità organizzative che si occupano specificatamente dei fatti sottostanti alle informazioni privilegiate), avanzato (ad esempio, i consiglieri di amministrazione) o terminale (ad esempio, le unità organizzative che si occupano della diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate); si potrebbe inoltre adottare un criterio misto, anche in funzione delle diverse attività dell’emittente o della distribuzione territoriale degli uffici o degli stabilimenti. Potrebbe inoltre risultare opportuno predisporre un registro delle persone che stabilmente hanno accesso a informazioni relative a eventi rilevanti allo stato iniziale che possano successivamente avere un concreto sviluppo.
118. La costituzione di tali registri “*permanenti*” o “*funzionali*” non esonera i soggetti obbligati dall’iscrivere nel registro le persone che hanno accesso occasionale a informazioni privilegiate. Queste ultime persone potranno essere, ad esempio, quelle che si occupano di specifiche informazioni privilegiate (ad esempio quelle che si occupano di un determinato progetto di acquisizione o fusione) o quei dipendenti che sono entrati in possesso di una informazione privilegiata al di fuori delle procedure sulla circolazione delle informazioni privilegiate sottostanti a “registri permanenti” o “funzionali”. Appare appropriato quindi che il soggetto obbligato preveda una procedura interna che richieda ai dipendenti già iscritti nel registro, che dovessero comunicare un’informazione privilegiata a soggetti non tenuti, in base alle disposizioni interne, ad avere accesso a tale informazione privilegiata, di comunicare tale circostanza alla funzione che si occupa della gestione del registro.
119. Considerato che la funzione del registro è strettamente connessa all’evidenziazione del collegamento tra informazione privilegiata e soggetto che vi ha accesso è evidente che la necessità della registrazione si presenta nel momento in cui detto accesso si determina.

f) Modalità di iscrizione e cancellazione

120. I soggetti obbligati a istituire e mantenere i registri devono prevedere modalità di iscrizione nel registro che siano sufficientemente efficaci in termini di individuazione dei soggetti interessati e di verifica dell’effettivo funzionamento dei presidi volti a mantenere la confidenzialità delle informazioni privilegiate. A tale riguardo è da ritenere non adeguato un meccanismo che preveda l’esistenza di una mera funzione di “*auto-denuncia*”, sulla base della quale le persone che si trovino in possesso di informazioni privilegiate comunicano tale circostanza a una funzione incaricata della gestione del registro. Tale meccanismo potrebbe invece essere previsto dalle norme interne del soggetto obbligato come uno degli strumenti di monitoraggio della circolazione delle informazioni privilegiate.

121. L'art. 152-*quater* del RE prevede che i dati relativi alle persone iscritte nel registro siano mantenuti per almeno cinque anni successivi al venir meno delle circostanze che hanno determinato l'iscrizione o l'aggiornamento. Sulla base di tale disposizione si fa osservare che l'eventuale cessazione di un particolare incarico (ad esempio, direttore amministrativo) che fa venire meno l'accesso a una data informazione privilegiata (ad esempio, elaborazione delle situazioni contabili) costituisce anch'esso un evento soggetto a registrazione. In tale caso il nominativo del citato dipendente dovrà restare per altri cinque anni nel registro a far data dall'ultima registrazione coincidente con la predetta cessazione dell'incarico.

## **VII - Operazioni effettuate da soggetti rilevanti e da persone strettamente legate ad essi**

122. L'art 114, comma 7, del TUF disciplina le operazioni di compravendita - effettuate dai manager di un emittente quotato, anche per interposta persona - di azioni emesse dall'emittente medesimo o altri strumenti finanziari ad esse collegati, prevedendo una apposita comunicazione da rendere alla Consob e al mercato. La stessa comunicazione è dovuta anche da chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10% del capitale sociale e da ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato. Sono soggette a obblighi di trasparenza anche le operazioni compiute da persone strettamente legate ai predetti soggetti rilevanti.
123. La disciplina attuativa del TUF è contenuta negli articoli da 152-*sexies* a 152-*octies* del RE. In particolare l'articolo 152-*sexies* del RE elenca talune definizioni da utilizzare per l'adempimento della disciplina. Al riguardo si forniscono le seguenti precisazioni:
- a) *“Strumenti finanziari collegati alle azioni” – Art. 152-*sexies*, lett. b)*
124. Tale disposizione contiene la definizione di “strumenti finanziari collegati alle azioni” alle quali si estendono gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114 comma 7
- a.1) Azioni quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato (b.5)
125. Le azioni quotate, indicate nella lettera b.5) sono le azioni, emesse da soggetti italiani o esteri, quotate nei mercati regolamentati italiani.
- a.2) Azioni non quotate emesse da società controllate dall'emittente quotato (b.6)
126. La definizione di “azioni non quotate” emesse da società controllate dall'emittente quotato, indicata nella lettera b.6, comprende anche le azioni quotate in un mercato diverso dai mercati regolamentati italiani.
- Per società controllate dall'emittente quotato devono intendersi sia le società controllate direttamente che quelle controllate indirettamente per le quali si realizza la condizione di “rilevanza” indicata nella lettera b.6. Tale condizione, per le società controllate direttamente, cioè esclusivamente attraverso una partecipazione diretta dell'emittente quotato, si realizza quando il valore contabile della partecipazione detenuta dall'emittente quotato, come risulta dall'ultimo bilancio civilistico approvato, sia superiore al 50% dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato risultante nel medesimo bilancio.
- Per le società controllate indirettamente dall'emittente quotato, e comunque per tutte quelle nelle quali la partecipazione dell'emittente quotato avviene anche in via indiretta, la condizione di “rilevanza” viene calcolata in riferimento al peso effettivo che la

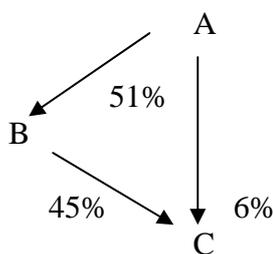
partecipazione in tali società riveste sull'attivo dell'emittente quotato. In particolare, per ogni società controllata indirettamente, si calcola in primo luogo il valore "effettivo" della partecipazione detenuta dall'emittente quotato prendendo il valore contabile delle partecipazioni detenute direttamente o indirettamente in tale società dall'emittente quotato, "diluito" nel caso di partecipazioni indirette, per le quote di partecipazione nelle società interposte. Si rapporta poi tale valore al valore dell'attivo risultante dal bilancio civilistico dell'emittente quotato, al fine di verificare se tale rapporto supera o meno il 50%.

Ad esempio, nella seguente situazione teorica:

A = emittente quotato

B = società controllata direttamente da A

C = società controllata indirettamente da A



Con totale attivo di A = 100

Valore contabile della partecipazione di A in B = 51

Valore contabile della partecipazione di A in C = 6

Valore contabile della partecipazione di B in C = 45

B è controllata direttamente da A quindi si calcola il rapporto tra il valore contabile della partecipazione di A in B e il valore del totale attivo di A =  $51/100 = 51\%$ . Pertanto B è una controllata "rilevante" di A

C è controllata indirettamente da A e ci sono due partecipazioni di A in C, una diretta, il cui valore contabile è 6 e una indiretta il cui valore "effettivo" è  $45 \cdot 51\% = 22.95$  quindi si calcola il rapporto tra il valore effettivo della partecipazione diretta e indiretta di A in C ( $6 + 22.95 = 28.95$ ) e il valore del totale dell'attivo di A ( $28.95/100 = 28.95\%$ ). Pertanto C non è una controllata "rilevante" di A

Se invece la partecipazione di A in B fosse pari al 100%, oltre a B anche C sarebbe una controllata rilevante di A in quanto il valore effettivo della partecipazione sarebbe pari a 51 ( $6 + (45 \cdot 100\%) = 51$ ), che rapportato al totale dell'attivo di A dà un valore superiore al 50% ( $51/100 = 51\%$ ).

b) "Soggetti rilevanti" – Art. 152-sexies, lett.c)

127. Tale disposizione contiene la definizione di "soggetti rilevanti" cui si applicano gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114 comma 7.

b.1 Funzioni di direzione (c.2 e c.3)

128. Le funzioni di direzione indicate nelle lettere c.2 ) e c.3) sono quelle svolte dai direttori generali e dai soggetti che svolgono funzioni equivalenti (ad esempio per le banche vice direttori generali ed eventuali condirettori generali).

b.2 Dirigenti (c.2 e c.3)

129. Per quanto riguarda la definizione di “dirigenti”, contenuta nelle lettere c.2 ) e c.3), si premette che devono essere verificate congiuntamente le due condizioni indicate nelle medesime lettere, riguardanti il regolare accesso a informazioni privilegiate e la detenzione del potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull’evoluzione e sulle prospettive future dell’emittente quotato. Pertanto, i soggetti che rientrano in tale definizione possono non coincidere con i soggetti che devono essere inclusi nel registro di cui all’art. 152-*bis* del RE, per i quali è previsto esclusivamente il possesso del primo requisito e per i quali non è richiesto che rivestano il ruolo di dirigente.

130. L’individuazione dei dirigenti rilevanti per la definizione di cui alle lettere c.2) e c.3) dovrà pertanto essere effettuata dall’emittente quotato sulla base di un’analisi condotta caso per caso, che tenga conto della propria struttura organizzativa e decisionale, non essendo possibile identificare a priori “posizioni” standard che rispettino i due requisiti.

131. In via generale, si ritiene che debbano essere inclusi i dirigenti che, oltre ad avere accesso a informazioni privilegiate, possono prendere, per effetto di un conferimento anche implicito di poteri, decisioni strategiche che abbiano effetto sull’intera società e non solo su singole linee di attività, a meno che queste non rappresentino la parte preponderante dell’attività complessiva dell’emittente quotato.

132. Inoltre sono inclusi i dirigenti che hanno un potere decisionale autonomo, cioè non soggetto ad approvazione di altri organismi decisionali dell’emittente quotato, mentre non è necessario che tale potere sia solitario, essendo sufficiente che il dirigente sia membro dell’organismo che ha il potere decisionale.

#### b.3 Società controllata, direttamente o indirettamente, da un emittente quotato (c.3)

133. Per quanto riguarda l’individuazione delle persone rilevanti nelle società controllate dall’emittente quotato, indicate nella lettera c.3), si applicano le indicazioni fornite al punto precedente in merito alla definizione di funzioni di direzione e di dirigenti che abbiano il regolare accesso a informazioni privilegiate e che detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull’evoluzione e sulle prospettive future della società controllata. Le società controllate dall’emittente quotato sono sia quelle controllate direttamente che indirettamente per le quali si realizza la condizione di “rilevanza” indicata nella lettera c.3). A tale ultimo riguardo si applica quanto indicato con riferimento alla lettera b.6).

#### b.4 Soggetti che detengano una partecipazione pari almeno al 10% del capitale sociale dell’emittente quotato (c.4)

134. Per l’identificazione dei soggetti che detengano una partecipazione pari almeno al 10% del capitale sociale dell’emittente quotato, di cui alla lettera c.4), si applicano i criteri di cui all’art. 118 del RE. Pertanto si tiene conto delle azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi, delle azioni di cui non è titolare, ma rispetto alle quali spetta o è attribuito il diritto di voto, delle azioni di cui sono titolari o su cui spetta il diritto di voto interposte persone, fiduciari e società controllate. Qualora più soggetti siano tenuti ad obblighi di comunicazione relativi alla medesima partecipazione tali obblighi possono essere assolti da uno solo di essi, purché sia garantita la completezza delle informazioni dovute da tutti i soggetti interessati.

#### b.5 Soggetti che controllano l'emittente quotato (c.4)

135. Per l'identificazione dei soggetti che controllano l'emittente quotato si applica la definizione di controllo dell'art. 93 del TUF. Sono soggetti controllanti tutti coloro che controllano direttamente o indirettamente l'emittente quotato. Qualora più soggetti, tra loro legati da rapporti di controllo, siano tenuti ad obblighi di comunicazione relativi alla medesima partecipazione tali obblighi possono essere assolti da uno solo di essi, purché sia garantita la completezza delle informazioni dovute da tutti i soggetti interessati. Agli obblighi di comunicazione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze si applica il comma 6 dell'art. 120 del TUF. Pertanto tale Ministero comunica solo le operazioni compiute nelle società in cui partecipa direttamente in misura superiore al 10% o che sono da esso controllate direttamente, mentre le operazioni compiute dalle controllate del Ministero medesimo, qualora siano controllanti o detengano una partecipazione superiore al 10%, sono comunicate dalle controllate stesse.

#### c. "Persone strettamente legate ai soggetti rilevanti" – Art. 152-sexies, lett. d)

136. La disposizione in esame contiene la definizione di "persone strettamente legate ai soggetti rilevanti" le cui operazioni sono oggetto delle comunicazioni previste dall'art. 114 comma 7, da parte dei soggetti rilevanti.
137. In relazione a tale argomento si premette che l'inclusione, accanto alle persone fisiche legate al soggetto da determinati rapporti di parentela, di alcune tipologie di persone giuridiche nell'ambito di applicazione della disciplina è finalizzata ad evitare forme di elusione della trasparenza. In tale ottica appare opportuno limitare l'ambito di applicazione in modo coerente con tale finalità, definendo criteri di identificazione delle persone giuridiche da considerare basati sull'effettiva possibilità che l'operatività di tali soggetti sia in grado di procurare concreti benefici economici al soggetto rilevante.

#### c.1 Funzione di gestione (d.2)

138. Per l'identificazione, quali persone strettamente legate ai soggetti rilevanti, delle persone giuridiche, e ove compatibile delle società di persone e trust di cui alla lettera d.2), si precisa che la funzione di gestione è quella svolta dal soggetto o dall'organo titolare dei poteri di amministrazione (amministratore unico, consiglio di amministrazione o consiglio di gestione). Si considera titolare, da solo, della funzione di gestione il soggetto rilevante che rivesta la carica di amministratore unico. Nel caso di più amministratori, il soggetto rilevante è titolare della funzione di gestione nel caso in cui più della metà del consiglio sia composto dal soggetto rilevante e/o da persone a lui strettamente legate indicate alla lettera d.1).

#### c.2 Persone giuridiche controllate direttamente o indirettamente da un soggetto rilevante o da una persona strettamente legata (d.3)

139. Per quanto riguarda la definizione di società controllate da un soggetto rilevante o da una persona strettamente legata, vengono considerate le società nelle quali il soggetto rilevante o una persona a lui strettamente legata detenga una quota significativa della proprietà, in quanto solo in questo caso gli effetti economici di transazioni concluse dalla società possono essere riconducibili al soggetto stesso. In particolare si considera esserci una quota significativa quando al soggetto sia riconducibile una quota di diritti agli utili superiore al 50%. La quota di diritti agli utili nel caso di una catena di società controllate è calcolata "ponderando" le quote di diritti agli utili detenute nei singoli livelli: ad es. se il soggetto rilevante X controlla tre

società A, B e C e detiene direttamente una quota di diritti agli utili nella società A pari al 100%, mentre A ha una quota di diritti agli utili di B pari al 51% e B ha una quota di diritti agli utili di C pari al 51%, la quota di diritti agli utili del soggetto X in A è pari al 100%, in B è pari al 51% ( $100\% * 51\%$ ) e in C pari la 26% ( $100\% * 51\% * 51\%$ ). Di conseguenza solo A e B saranno tenute a comunicare le operazioni sulle società rispetto alle quali X è soggetto rilevante o soggetto strettamente legato a un soggetto rilevante.

#### c.3 Interessi economici equivalenti (d.4)

140. In maniera analoga a quanto previsto per la lettera d.3, gli interessi economici equivalenti in una società persone sono presenti quando il soggetto rilevante detiene, da solo o congiuntamente a persone strettamente legate, una quota superiore al 50% dei diritti agli utili.
141. L'art. 152-*septies* del RE disciplina l'ambito di applicazione delle disposizioni contenute nell'art. 114 TUF comma 7. Al riguardo, in tema di tipologia delle operazioni, si precisa che: sono escluse dall'obbligo di dichiarazione le transazioni che non hanno corrispettivo economico quali le donazioni e le eredità, mentre sono incluse le permutate. In tale ultimo caso andrà considerato come prezzo della transazione il valore stimato degli strumenti finanziari oggetto della permuta; sono altresì escluse le assegnazioni a titolo gratuito di azioni o di diritti di acquisto o sottoscrizione e l'esercizio di tali diritti quando derivino da piani di compensi previsti dall'art. 114 bis; sono invece comunicate le vendite di azioni rivenienti dall'esercizio di tali diritti o dall'assegnazione gratuita; per le operazioni effettuate nell'ambito di un rapporto di gestione su base individuale di portafogli di investimento, nel caso in cui esse non derivino da un'istruzione del cliente, gli obblighi di comunicazione **decorrono** dal giorno in cui il cliente riceve la comunicazione da parte dell'intermediario delle operazioni **stesse**. Per queste operazioni si invitano i soggetti interessati a indicare nel campo note della sezione 4 dell'allegato 6, la sigla SGR.
142. La soglia di 5.000 euro è calcolata nell'ambito di un anno solare. Per il 2006, la soglia è calcolata con riferimento alle operazioni effettuate dall'entrata in vigore delle disposizioni fino al 31 dicembre 2006 (compreso).
143. L'art. 152-*octies* del RE disciplina le modalità e i tempi della comunicazione da rendere alla Consob e al pubblico. Al riguardo si precisa che:
- il termine di 5 giorni per la comunicazione a Consob e all'emittente ai sensi dei commi 1 e 2 dell'art. 152-*octies* si calcola escludendo il giorno dell'operazione;
  - la pubblicazione da parte dell'emittente quotato ai sensi del comma 3 delle comunicazioni ricevute è effettuata entro il giorno successivo al suo ricevimento, anche qualora la comunicazione sia stata inviata all'emittente prima del 5° giorno;
  - la comunicazione alla Consob per conto dei soggetti rilevanti effettuata dall'emittente quotato ai sensi del comma 6 si ritiene automaticamente assolta se la pubblicazione è effettuata tramite i sistemi telematici di trasmissione delle informazioni attuati dalla società di gestione dei mercati entro i termini stabiliti ai commi 1 e 4.
  - per gli accordi previsti dall'articolo 152-*octies*, comma 5, tra gli azionisti con partecipazione superiore al 10% e gli emittenti, al fine della comunicazione delle informazioni in merito alle operazioni rilevanti, non è prevista l'adozione di alcuna particolare forma di conclusione.

144. Per quanto riguarda la comunicazione al pubblico da parte degli emittenti quotati di cui ai commi 3 e 5, la Consob **raccomanda** che l'emittente quotato diffonda tutte le comunicazioni pubblicate ai sensi dell'art. 152-*octies* sul proprio sito internet, secondo quanto previsto dal comma 5 del citato articolo. A tal fine si raccomanda di creare nel sito internet una apposita sezione denominata "*internal dealing*" accessibile nella sezione dedicata alle relazioni con gli investitori.
145. Si sottolinea infine che, pur venendo meno l'obbligo per gli emittenti di dotarsi di codici di comportamento atti a disciplinare l'attività di *internal dealing*, già richiesti dal Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. le stesse società, successivamente all'abrogazione di tali previsioni, hanno facoltà di adottare comunque strumenti equivalenti per disciplinare aspetti attinenti a tale materia, regolati o meno dalla legge e dal RE. A tale riguardo si può citare, ad esempio, l'adozione di procedure dirette a regolare eventuali accordi con soggetti esterni, a fissare i tempi per l'acquisizione dei dati, ovvero ad individuare i c.d. "*black period*".
146. Nel caso in cui gli emittenti dovessero prevedere, nelle forma di autodisciplina, ulteriori obblighi di comunicazione in relazione a operazioni di compravendita effettuate da persone diverse da quelle indicate nell'art. 152-*sexies* del RE, tali informazioni non devono essere trasmesse attraverso le modalità previste dall'art. 152-*octies* ma costituire oggetto di invio al pubblico con le modalità previste dall'art. 66 del RE.

### **VIII - Fondi chiusi quotati**

147. Ulteriori chiarimenti riguardano l'applicabilità della disciplina relativa alle misure preventive degli abusi di mercato, con particolare riferimento alla gestione dell'informazione privilegiata, ai registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate e all'*internal dealing* ai fondi chiusi quotati. A tale riguardo occorre considerare che in relazione alle quote dei fondi ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati, gli obblighi in questione comportano adempimenti che possono attere, ove applicabili, sia alla sfera della società di gestione del risparmio, che gestisce il fondo, sia a quella del fondo vero e proprio. Sono in ogni caso da tenere distinti, sebbene possano trovare contestuale applicazione, gli obblighi relativi alla sfera della società di gestione come "gestore" del fondo da quelli che possono applicarsi in capo alla medesima società di gestione nel caso in cui essa stessa abbia le proprie azioni quotate nei mercati regolamentati.
148. Ciò premesso si può, ad esempio, citare la previsione contenuta nell'art. 66, comma 7 del RE che richiede agli emittenti strumenti finanziari di informare il pubblico delle proprie situazioni contabili destinate ad essere riportate nelle rendicontazioni contabili quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni, salvo che i predetti soggetti siano tenuti ad un obbligo di riservatezza e la comunicazione sia effettuata in applicazione di obblighi normativi, ovvero non appena abbiano acquisito un sufficiente grado di certezza, nonché di informare il pubblico delle deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, la relazione semestrale e le relazioni trimestrali. Al riguardo si ritiene che in relazione al bilancio e alla relazione trimestrale, gli adempimenti citati debbano riferirsi al rendiconto annuale e alla relazione semestrale degli Oicr, nonché a tutti i rendiconti periodici eventualmente previsti dai regolamenti di gestione. Si ritiene invece che la disposizione non trovi applicazione in relazione alla relazione trimestrale ed al bilancio consolidato. Analogamente, la deliberazione con la quale l'organo societario competente approva la

proposta di distribuzione del dividendo va intesa come distribuzione dei proventi dell'attività di gestione.

149. In aggiunta, sempre con riferimento alla gestione delle informazioni privilegiate, appare opportuno chiarire che l'art. 68 del RE concernente gli adempimenti relativi alla pubblicazione di dati previsionali e obiettivi quantitativi non trova applicazione con riferimento alle Sgr. Infatti, in tale caso non sussiste una effettiva possibilità di diffondere dati previsionali sull'andamento della gestione dei fondi chiusi quotati. Si consideri, al riguardo, che per la suddetta tipologia di OICR un effettivo confronto tra l'obiettivo di rendimento e l'andamento della gestione può essere effettuato solo a scadenza, cioè nella fase (finale) di liquidazione del patrimonio del fondo e non "nel continuo" come per un emittente tout court.
150. Per quanto concerne la disciplina dei registri si rileva che in tali supporti devono essere iscritte tutte le persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni privilegiate attinenti alle quote di partecipazione al fondo quotate. Sono, pertanto, da includere in tale area tutti i soggetti che abbiano un'effettiva possibilità di accesso alle predette informazioni sulla base di uno o più dei citati rapporti concernenti sia la società di gestione "persona giuridica" sia il fondo comune d'investimento chiuso inteso come "patrimonio autonomo". In particolare, si ritiene che debbano tra gli altri essere iscritti nei registri anche:
- i componenti dell'*advisor committee* generalmente previsto dai regolamenti dei fondi;
  - i soggetti alle dipendenze dell'esperto indipendente e dell'intermediario finanziario incaricati ai sensi dell'art. 12-bis, comma 3, lett. a) e b), D.M. Tesoro n. 228/1999.
151. Da ultimo si ritiene opportuno precisare che l'istituzione, la gestione e la tenuta del registro, da parte di una società all'interno del gruppo, non possano essere attribuiti dalla Sgr ad altra società del gruppo a cui la stessa Sgr appartiene, quando l'ammissione alle negoziazioni riguardi soltanto i fondi istituiti dalla Sgr stessa. Tale facoltà è consentita invece in relazione alle informazioni privilegiate relative alla Sgr i cui strumenti finanziari sono essi stessi ammessi a quotazione.
152. Con riferimento alla disciplina relativa alla comunicazione delle operazioni effettuate da soggetti rilevanti e da persone strettamente legate ad essi (*internal dealing*), tenuto conto della particolare natura dello strumento finanziario quotato di riferimento, è da ritenere che:
- l'obbligo di comunicazione si applica solo alle quote di partecipazione al fondo ammesse alla negoziazione e non agli strumenti finanziari collegati;
  - il concetto di "soggetti rilevanti" contenuto nell'art. 152-*sexies*, lett. c), del RE, si applica solo con riferimento alle lettere c1), c2) e c4); in particolare si intendono: per i soggetti indicati nella lettera c1), i componenti degli organi di amministrazione e di controllo della società di gestione; per quelli indicati nella lettera c2), i soggetti che svolgono funzioni di direzione e i dirigenti nella SGR, che abbiano regolare accesso alle informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possano incidere sull'evoluzione del patrimonio del fondo, riferiti alla società di gestione e/o agli organi di gestione del fondo; per quelli indicati nella lettera c4), chiunque detenga una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale della società di gestione, nonché chiunque altro la controlli.

153. In relazione alle società di gestione “persone giuridiche”, che sono esse stesse emittenti strumenti finanziari quotati, si applica in modo pieno la disciplina prevista per le società con strumenti finanziari quotati. Gli adempimenti dovuti in base a tale disciplina trovano eventuale applicazione concorrente rispetto a quelli sopra esaminati.

\* \* \*

Per effetto della presente comunicazione è abrogata la comunicazione n. DME/3019271 del 26.3.2003.

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*