

ATTUALITÀ

Consob: Orientamenti di luglio su internal dealing, autorizzazioni, documenti di offerta, OPA

07 Settembre 2021

Gioacchino Amato, Deloitte Legal

Nicola Pierotti, Deloitte Legal

Rachel Benvenuto, Deloitte Legal



Gioacchino Amato, Deloitte Legal

Nicola Pierotti, Deloitte Legal

Rachel Benvenuto, Deloitte Legal

> Gioacchino Amato

Gioacchino Amato è partner di Deloitte Legal ed è responsabile della practice di Equity Capital Markets.

Gioacchino ha maturato considerevole esperienza in materia di IPO, OPA, diritto regolamentare bancario e finanziario, intermediari 106 TUB, società quotate nei mercati regolamentati, SGR. Ha seguito numerosi procedimenti autorizzativi in tema di crowdfunding. Gioacchino si occupa anche di innovazione finanziaria e quindi blockchain e fintech.

Opera nel settore Banking and Finance e si occupa anche di Project Financing.

Gioacchino è entrato in Deloitte Legal come partner nel 2018. In precedenza, ha lavorato in Consob ed ha ricoperto il ruolo di Director presso un prestigioso studio internazionale.

Studio Legale Associato

Deloitte Legal

Deloitte.
Legal

Bollettino Consob 1/15 luglio – Massimario

Provvedimenti in materia di internal dealing

Delibera 21913 del 17 giugno 2021

In materia di abusi di mercato, le violazioni dell'art. 19, co. 1 e 2 del MAR consistenti nell'omissione delle comunicazioni rivolte all'emittente e alla Consob inerenti l'acquisto di titoli azionari dell'emittente stesso da parte di un soggetto che svolge funzioni amministrative determina l'applicazione di due sanzioni pecuniarie aventi entità pari al minimo edittale ex art. 187-ter, co. 1 del TUF laddove, nonostante le informazioni fossero utili ad orientare le scelte degli investitori, l'autore della violazione abbia adempiuto tardivamente ai propri obblighi informativi. In particolare, la Consob ha ritenuto rilevanti i seguenti elementi: (i) l'assenza di una condotta omissiva bensì la sussistenza di un mero ritardo nell'adempimento essendosi il responsabile autodenunciato all'Autorità medesima; sotto il profilo della portata della violazione, (ii) la realizzazione di un'unica operazione; sotto il profilo della durata, (iii) la commissione della violazione nell'arco di un'unica giornata; (iv) l'imputabilità della violazione a titolo di colpa; (v) un atteggiamento collaborativo da parte dell'autore nel procedimento indetto dalla Consob; ed, infine, (vi) l'assenza di precedenti violazioni da parte dello stesso autore in ambito finanziario tale da qualificare la condotta come meramente occasionale.

Delibera 21914 del 17 giugno 2021

In materia di abusi di mercato, l'omissione delle comunicazioni dirette all'emittente e alla Consob inerenti la sottoscrizione di azioni da parte del CFO, nel contesto di un aumento di capitale, in violazione dell'art. 19, co. 1 e 2 del MAR, rappresenta una condotta "scarsamente offensiva" tale da determinare solamente l'emanazione dell'ordine di cui all'art. 187-ter.1, co. 9, lett. a) del TUF di porre termine alle infrazioni contestate (comunicando al pubblico le operazioni di internal dealing realizzate) e di astenersi in futuro dal ripetere le violazioni medesime qualora tale sottoscrizione afferisca ad un'operazione tra parti correlate le cui informazioni siano state diffuse al pubblico in ossequio alla normativa applicabile. In particolare, ove l'operazione predetta abbia ad oggetto un aumento di capitale da realizzarsi mediante conferimento in natura delle azioni di una società controllata dall'emittente stesso, le informazioni utili ad orientare il mercato sono incluse nei comunicati stampa e nel documento informativo inerenti l'operazione medesi-

ma, limitandosi dunque la comunicazione del CFO a fungere da segnale di adesione alla strategia operativa della società avente ad oggetto l'incorporazione della controllata.

Delibera 21915 del 17 giugno 2021

In materia di abusi di mercato, l'omissione, da parte di un soggetto che svolge funzioni di direzione, delle comunicazioni dirette all'emittente ed alla Consob in merito ad operazioni di acquisto di azioni dell'emittente medesimo in violazione dell'art. 19, co. 1 e 2 del MAR rappresenta una condotta connotata da "scarsa offensività" determinando solamente l'emanazione nei confronti dell'autore dell'ordine di cui all'art. 187-ter.1, comma 9, lett. a) del TUF di porre termine alle infrazioni (comunicando al pubblico le operazioni di internal dealing realizzate) e di astenersi in futuro dal ripetere le violazioni medesime qualora, inter alia: (i) le violazioni siano commesse in un lasso di tempo limitato e abbiano ad oggetto operazioni di importo esiguo arrecando un pregiudizio contenuto alla conoscibilità delle operazioni; (ii) le violazioni siano imputabili all'autore a titolo di colpa lieve, avendo l'autore adempiuto a pregresse comunicazioni inerenti altre operazioni di internal dealing e dovendo ritenersi che le violazioni in oggetto siano conseguenza di un errore nell'interpretazione della normativa rilevante; (iii) l'autore dell'illecito assuma un comportamento collaborativo con la Consob, ammettendo altresì la propria responsabilità; (iv) non risultino commesse precedenti violazioni in ambito finanziario da parte del medesimo; infine, (v) non vi sia evidenza di potenziali conseguenze sistemiche derivanti dai predetti inadempimenti informativi.

Commento

Consob, con la prima delle delibere in oggetto ha irrogato sanzioni amministrative nei confronti di soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione i quali hanno adempiuto tardivamente agli obblighi informativi inerenti il compimento di operazioni per conto proprio su titoli dell'emittente, in violazione dell'art. 19, co. 1 e 2 del Regolamento (UE) 596/2014 relativo agli abusi di mercato ("**Regolamento MAR**").

In particolare, l'Autorità di Vigilanza ha sanzionato la condotta tenuta da un soggetto che svolge funzioni amministrative il quale, avendo omesso le tempestive comunicazioni concernenti l'operazione di internal dealing effettuata nel febbraio 2019, ha adempiuto in ritardo autodenunciandosi alla Consob otto mesi dopo rispetto al compimento dell'operazione medesima. L'atteggiamento del responsabile,

congiuntamente ad altre circostanze attenuanti quali l'imputabilità a titolo di colpa ovvero l'occasionarietà della condotta, ha giustificato l'irrogazione di una sanzione pari al minimo edittale previsto dall'art. 187-ter, co. 1 del TUF, nonostante l'operazione, *rectius* la conoscenza dell'operazione, fosse evidentemente idonea a influire sui prezzi di mercato avendo avuto ad oggetto l'acquisto di n. 880.500 titoli dell'emittente.

Di particolare interesse per gli operatori risulta altresì l'iter logico-argomentativo con cui l'Autorità di Vigilanza, nella delibera n. 21914, ha, invece, escluso il carattere offensivo della condotta tenuta da un CFO, reo di aver omesso le dovute comunicazioni alla Consob e al pubblico inerenti la sottoscrizione per conto proprio di una quota dell'aumento di capitale deliberato dall'emittente.

Si consideri che la Consob ha giustificato l'applicazione della sanzione alternativa consistente nell'ordine di porre termine alla violazione e di esimersi dal compierla in futuro di cui all'art. 187-ter.1, co. 9 lett. "a" del TUF alla luce della struttura dell'operazione complessiva deliberata dall'emittente, avente ad oggetto un aumento di capitale da attuarsi mediante conferimento in natura delle azioni di una società controllata. Al riguardo, si segnala peraltro un'incongruenza nel testo della delibera in quanto, in relazione alla modalità di sottoscrizione del predetto aumento di capitale, viene inizialmente sostenuto che il responsabile "ha acquistato, in adesione a un aumento di capitale disposto dall'assemblea straordinaria dell'Emittente, n. 62.785 azioni di quest'ultimo per un controvalore pari a euro 376.310", per cui si potrebbe essere erroneamente indotti a ritenere che la sottoscrizione sia avvenuta mediante un conferimento in denaro.

In ogni caso, viene dato rilievo agli obblighi informativi adempiuti dall'emittente in ossequio alla normativa in materia di operazioni con parti correlate, sostenendo che, in tal modo, gli investitori fossero stati resi edotti delle informazioni rilevanti concernenti l'operazione ed idonee ad influire sul prezzo dei titoli.

L'informazione sulla sottoscrizione di una quota dell'aumento di capitale effettuata dall'amministratore viene invece reputata non particolarmente "price sensitive" in quanto "l'adesione non aggiunge elementi informativi particolarmente significativi per l'investitore medio, rispetto a quanto già comunicato al mercato, se non il fatto che la parte abbia "sposato" la strategia operativa dell'Emittente".

Tale modo di argomentare, tuttavia, si discosta dalla *ratio* sottesa all'articolo 19 del MAR la quale è tesa

ad assicurare trasparenza al mercato di capitali imponendo alle figure apicali di informare la Consob e gli emittenti del compimento di operazioni eseguite per conto proprio sugli strumenti finanziari emessi dalle società quotate in cui svolgono l'incarico amministrativo, direttivo o di controllo.

La medesima tipologia di sanzione, *i.e.* l'ordine di eliminare l'infrazione e di impegnarsi a non reiterarla, è stata comminata con la delibera n. 21915 stante la sussistenza di elementi secondo la Consob convergenti nella qualificazione della condotta quale scarsamente offensiva. In particolare, sembrerebbe che l'esiguo importo delle quattro operazioni compiute, riferibili ad un *range* compreso tra Euro 6.800 ed Euro 7.380, ognuna delle quali aveva altresì avuto ad oggetto un numero pari a 1.000 azioni, congiuntamente al limitato arco temporale in cui sono state compiute, abbia giustificato l'applicazione della sanzione alternativa indicata.

In considerazione di quanto sopra, sembrerebbe potersi rilevare una disparità di trattamento operata dall'Autorità di Vigilanza nell'irrogazione delle sanzioni di cui alle delibere in analisi. Infatti, da un lato, nella delibera n. 21913 l'autore, pur essendosi autodenunciato e avendo dunque adempiuto, sebbene in ritardo, agli obblighi del MAR, viene sanzionato con una pena pecuniaria. Diversamente, nelle delibere n. 21914 e 21915 i responsabili delle violazioni non avevano in alcun modo adempiuto, neppure tardivamente, agli obblighi informativi inerenti le relative operazioni di *internal dealing*; ciononostante, sono stati sanzionati (solo) mediante l'imposizione dell'obbligo di rimuovere l'infrazione, dovendo dunque informare il pubblico dell'operazione effettuata per conto proprio sui titoli dell'emittente, senza ricevere alcuna sanzione pecuniaria.

Al riguardo, occorre altresì riflettere sull'efficacia di tale sanzione alla luce degli obblighi di tipo informativo rimasti inadempiti. Difatti, la sanzione consistente nell'imporre la diffusione al pubblico di notizie aventi ad oggetto operazioni di *internal dealing* avvenute, nei casi in analisi, nell'agosto 2019 (delibera n. 21914) e nel novembre 2018 (delibera n. 21915), appare inidonea a contribuire allo sviluppo nel pubblico di una conoscenza utile ad orientare le proprie scelte di investimento, potendo invece provocare l'effetto di fuorviare gli investitori i quali sono suscettibili di cadere nell'errore di ritenere attuali le informazioni medesime.

Si deve altresì rilevare che la decisione di Consob di non sanzionare, *rectius* sanzionare mediante l'imposizione dell'ordine di eliminare la violazione e di astenersi dal ripeterla, le operazioni di *internal*

dealing valutate prive di "pericolosità" ed "offensività" sembra porsi in contrasto con il paragrafo n. 8 dell'articolo 19 del MAR il quale fissa la soglia di Euro 5.000 al di sopra della quale le operazioni compiute dalle figure apicali dell'emittente *devono* essere notificate e, dunque, *sanzionate* in caso di mancato adempimento dell'obbligo informativo. Pertanto la soglia di materialità rilevante è stata già individuata del MAR e le Autorità Nazionali che applicano detta normativa sul punto non dispongono di alcuna discrezionalità.

Provvedimenti autorizzativi di società di diritto inglese all'esercizio in Italia di attività e servizi di investimento

Delibere n. 21935, n. 21936 e 21937 del 30 giugno 2021

Con le delibere in oggetto la Consob ha rilasciato l'autorizzazione a tre società aventi sede legale nel Regno Unito affinché possano prestare servizi di investimento in Italia operando in qualità di "imprese di paesi terzi diverse dalle banche" ai sensi dell'art. 28 del D. Lgs. n. 58/1998 ("TUF").

In particolare, nella delibera n. 21935 viene autorizzata una società di diritto inglese a svolgere in Italia, mediante stabilimento di una succursale, nei confronti di clienti professionali, il servizio di consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, co. 5 lett. "f" del TUF, nonché taluni servizi accessori ivi specificati.

Nella delibera n. 21936 si autorizza una società avente sede legale nel Regno Unito a svolgere, in regime di libera prestazione in Italia, nei confronti di clienti qualificati e/o professionali, i servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti nonché di ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari di cui all'art. 1, co. 5 lett. "a", "b" ed "e" del TUF, oltre ai servizi accessori puntualmente indicati.

Infine, la Consob con la delibera n. 21937 autorizza una società di diritto inglese allo svolgimento, in regime di libera prestazione di servizi, nei confronti di controparti qualificate e/o professionali, del servizio di investimento di ricezione e trasmissione di ordini di cui all'art. 1, co. 5, lett. "e" del TUF.

Si segnala che nelle delibere in commento l'Autorità di Vigilanza richiama sotto il profilo della disciplina

applicabile lo *“European Union Withdrawal Act 2018”*, provvedimento emanato dal Parlamento Britannico ed entrato in vigore il 26 giugno 2018 il quale, abrogando lo *“European Communities Act”* del 1972 con cui era stato disciplinato l’ingresso del Regno Unito nel sistema comunitario, elimina la fonte legislativa UE dall’ordinamento giuridico anglosassone mediante conversione della medesima in una fonte interna.

Nel dettaglio, la Consob fa riferimento, in particolare, alle sezioni 2 e 3 del predetto provvedimento, le quali disciplinano rispettivamente: (i) la *“EU-derived domestic legislation”* che include le fonti di rango primario che implementano obblighi stabiliti a livello europeo nonché le fonti secondarie adottate in attuazione della sezione 2(2) dell’*European Communities Act*; (ii) la *“EU direct legislation”* comprensiva dei regolamenti UE, delle decisioni UE e delle fonti di terzo livello UE. Si segnala che le predette categorie formano parte della c.d. *“retained EU law”* con cui si indica la legislazione di derivazione europea che è stata convertita, come poc’anzi accennato, in una fonte interna del sistema giuridico anglosassone, trovando quindi vigenza all’interno di tale ordinamento anche in seguito al 31 dicembre 2020, data in cui si è concluso il periodo di transizione in cui continuava ad applicarsi il diritto UE.

Vengono altresì citati i protocolli d’intesa (**“MoUs”**) firmati dall’*European Securities and Markets Authority* (**“ESMA”**), dalle Autorità di Vigilanza dei mercati finanziari europee e dalla *Financial Conduct Authority* (**“FCA”**) in materia di cooperazione e trasmissione di informazioni. In particolare, i predetti MoUs avevano ad oggetto: (i) un protocollo d’intesa tra ESMA e FCA sullo scambio di informazioni in materia di vigilanza delle agenzie di *rating* del credito e dei *trade repositories*; (ii) un protocollo d’intesa multilaterale tra FCA e le Autorità di vigilanza nazionali avente ad oggetto la cooperazione e lo scambio di informazioni per consentire la condivisione delle informazioni nel settore della vigilanza del mercato, dei servizi di investimento e delle attività di gestione patrimoniale. Si segnala altresì che i MoUs avrebbero inizialmente trovato applicazione nel caso in cui il Regno Unito avesse abbandonato l’Unione Europea in assenza di un accordo commerciale con l’Unione Europea medesima (cd. *“no-deal”*); tuttavia, in data 17 luglio 2020 l’ESMA e la FCA hanno annunciato l’applicabilità dei protocolli d’intesa indipendentemente dall’esito dei negoziati e, dunque, anche in seguito al 31 dicembre 2020.

Provvedimenti in materia di approvazione e pubblicazione di documenti di offerta

Delibera n. 21950 del 7 luglio 2021 e delibera n. 21957 del 14 luglio 2021

In materia di offerte pubbliche d’acquisto volontarie, è soggetto ad approvazione ai sensi dell’art. 102, co. 4 del TUF il documento di offerta idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull’offerta volontaria totalitaria medesima redatto ai sensi dell’art. 102, co. 3 del TUF e delle disposizioni di attuazione del Regolamento Emittenti. Tuttavia, la pubblicazione del predetto documento è condizionata alla previa trasmissione alla Consob della documentazione comprovante la costituzione della garanzia di esatto adempimento degli obblighi di pagamento del corrispettivo dell’offerta in conformità all’art. 37-bis, co. 3 del Regolamento Emittenti.

Commento

La Consob, con le delibere in commento, ha approvato, ai sensi dell’art. 102, co. 4 del TUF, due documenti di offerta inerenti offerte pubbliche volontarie totalitarie promosse ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF.

Nel dettaglio, la delibera n. 21950 concerne l’OPA volontaria totalitaria promossa dall’offerente ai sensi degli artt. 102 e 106, co. 4 del TUF, per il tramite di una società di nuova costituzione, sulle complessive azioni ordinarie emesse dalla *target*. Stante l’acquisizione indiretta delle partecipazioni di controllo in un intermediario finanziario di diritto italiano e in una società di diritto greco attiva nel settore dei crediti deteriorati in caso di esito positivo dell’offerta, è stato richiesto il rilascio, in conformità alla normativa di settore, delle apposite autorizzazioni da parte di Banca d’Italia e di Banca di Grecia, rispettivamente pervenute in data 1° giugno 2021 e 6 luglio 2021.

Al riguardo, si segnala che l’Autorità di Vigilanza avrebbe potuto avvalersi del principio del silenzio assenso stabilito dall’art. 102, co. 4 del TUF in base al quale la decorrenza di cinque giorni dal rilascio dell’ultima autorizzazione pervenuta da un’Autorità estera (ovvero, in assenza di autorizzazioni di altre Autorità, decorsi quindici giorni dalla presentazione del documento di offerta) determina l’approvazione del documento di offerta; ciononostante, l’Autorità medesima ha emanato un provvedimento forma-

le di approvazione, emesso il giorno successivo rispetto al rilascio dell'autorizzazione da parte di Banca di Grecia. La predilezione dell'Autorità di Vigilanza nel caso *de quo* per l'adozione di un provvedimento positivo di approvazione risulta confacente agli interessi in capo agli azionisti della società *target*, volti ad ottenere un'informativa completa e consapevole.

In relazione alla delibera n. 21957, la Consob ha approvato il documento di offerta relativo all'OPA volontaria totalitaria promossa dalla società offerente ai sensi dell'art. 102 del TUF sulle azioni ordinarie emesse dalla *target* rappresentative del 71,25% del capitale sociale dell'emittente medesimo.

Si fa presente che, in entrambi i casi in analisi, l'offerente non ha provveduto alla trasmissione alla Consob della documentazione inerente la garanzia dell'esatto adempimento degli obblighi di pagamento del corrispettivo dell'offerta, il cui deposito deve avvenire entro il giorno precedente alla data prevista per la pubblicazione del documento, in conformità all'art. 37-bis, co. 3 del Regolamento Emittenti.

L'Autorità di Vigilanza ha, in ogni caso, approvato i predetti documenti di offerta in quanto reputati idonei a consentire la formazione di un giudizio consapevole sull'offerta medesima presso gli azionisti degli emittenti, condizionandone la pubblicazione alla trasmissione della predetta documentazione inerente le garanzie di esatto adempimento.

Adottando tale procedura, tuttavia, si corre il rischio che nel caso in cui le garanzie in questione pervengano dopo un considerevole lasso di tempo, vengano pubblicati documenti di offerta che perdano di attualità. Pertanto sarebbe preferibile subordinare il provvedimento di approvazione del documento di offerta alla presentazione da parte del richiedente dell'evidenza di avvenuta costituzione della garanzia per il pagamento del corrispettivo dell'offerta.

Provvedimento in materia di squeeze-out e sell-out

Delibera n. 21958 del 14 luglio 2021

In materia di offerte pubbliche di acquisto volontarie, laddove si realizzino i presupposti di legge per l'applicazione dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, co. 1, del TUF e del diritto di acquisto ai sensi dell'articolo 111, co. 1, del TUF, la Consob delibera il corrispettivo per l'adempimento del predetto obbligo

e per l'esercizio del predetto diritto in misura pari a quello dell'offerta ai sensi dell'art. 50, co. 4 lett. "c" del TUF, qualora si tratti di un'offerta pubblica totalitaria soggetta alla disciplina di riapertura dei termini e purché siano stati portati in adesione almeno il 50% dei titoli oggetto dell'offerta medesima. In particolare, laddove il corrispettivo dell'offerta pubblica volontaria totalitaria sia stato soggetto ad un incremento da parte dell'offerente, la Consob determina il corrispettivo per l'esercizio dei meccanismi di sell-out e di squeeze-out in misura pari al valore del corrispettivo incrementato.

Commento

Nella delibera in commento l'Autorità di Vigilanza ha determinato l'entità del corrispettivo applicabile alla procedura congiunta inerente l'adempimento dell'obbligo di acquisto ex art. 108, co. 1 del TUF e l'esercizio del diritto di acquisto ex art. 111, co. 1 del TUF, sorti in virtù dell'acquisizione da parte della società offerente, congiuntamente ai soggetti che agiscono di concerto, di una partecipazione complessivamente pari al 95,22% del capitale sociale della società *target*, in seguito ad un'offerta pubblica volontaria totalitaria promossa ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF finalizzata all'acquisizione di titoli azionari rappresentativi del 25,11% del capitale della *target*.

In particolare, l'entità del corrispettivo è determinata dalla Consob in misura pari a quello dell'offerta pubblica volontaria in quanto la medesima era condizionata al raggiungimento di una quota determinata di partecipazione al capitale dell'emittente ed era altresì stato conferito, nella prima fase di durata dell'offerta, un quantitativo di azioni pari al 20,33% del capitale sociale, venendo dunque integrati i presupposti di cui all'art. 50, co. 4 lett. "c" del Regolamento Emittenti.

Ciononostante, nell'ambito dell'OPA l'offerente aveva stabilito un corrispettivo pari ad Euro 1,85, salvo successivamente incrementarlo ad Euro 2,00 al fine di stimolare le adesioni all'offerta e, dunque, raggiungere una partecipazione complessiva pari al 95% del capitale dell'emittente, la quale costituisce la soglia che innesca il meccanismo dello *squeeze-out* (oltre che del *sell-out*).

Ebbene, la Consob ha determinato l'entità del corrispettivo in misura pari ad Euro 2,00, adottando dunque un approccio tale da premiare gli azionisti contrari all'OPA, i quali hanno comunque ottenuto una *way-out* al miglior prezzo offerto agli altri azionisti che invece hanno aderito da subito. Questo orientamento potrebbe indurre in futuro i destinatari di un'OPA ad assumere comportamenti ostili all'offerta:

costoro, infatti, potrebbero non portare in adesione i propri titoli durante il periodo di offerta, nella consapevolezza che il corrispettivo dell'eventuale *squeeze-out*, in luogo di fungere da indennizzo, sarebbe in ogni caso pari al prezzo più elevato determinato dall'offerente nel corso dell'OPA, a parità di condizioni di chi invece ha aderito sin da subito all'OPA.

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

Scopri il nuovo sito
➤ [dirittobancario.it](https://www.dirittobancario.it)