

ATTUALITÀ

# Orientamenti Consob su market abuse, sospensione dalla negoziiazione, mercati extra UE e OPA

19 Ottobre 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.

**Bollettino del 16 – 31 luglio. Massimario**

**Delibera n. 21953 del 14 luglio 2021**

**Provvedimento in materia di abusi di mercato**

*In materia di abusi di mercato, alla luce dei criteri per la determinazione delle sanzioni amministrative pecuniarie di cui all'art. 194-bis del TUF, le seguenti infrazioni commesse da un emittente devono considerarsi gravi: (i) la violazione dell'art. 17, co. 4 del MAR consistente nella tardiva attivazione dell'istituto del ritardo nella pubblicazione di informazioni privilegiate, avvenuta solamente decorsi 7 giorni dal momento in cui l'informazione aveva assunto natura privilegiata; (ii) la tardiva notifica alla Consob del ricorso all'istituto del ritardo, in relazione alla predetta informazione e ad ulteriori due acquisizioni di partecipazioni rilevanti, avvenuta soltanto decorsi rispettivamente n. 223, 108 e 9 giorni dal momento in cui avrebbero dovuto essere effettuate le comunicazioni; nonché (iii) il mancato inserimento nel registro insider dei dati utili all'identificazione dei soggetti a conoscenza dell'informazione privilegiata nonché della data di redazione del medesimo. Dalla gravità e dunque dalla non scarsa offensività e pericolosità delle predette violazioni ne deriva l'impossibilità per l'emittente di beneficiare delle sanzioni alternative di cui all'art. 187-ter.1, co. 9 del TUF.*

**Commento**

La Consob, con la delibera in commento, ha sanzionato un emittente per la violazione della disciplina prevista dal MAR e dai relativi regolamenti di esecuzione in materia di ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate (i.e. tardiva attivazione della procedura di ritardo e tardiva notifica alla Consob) e di tenuta del registro *insider*. Tali violazioni sono avvenute nell'ambito di 3 distinte operazioni di acquisizione di partecipazioni rilevanti e hanno comportato l'irrogazione nei confronti dell'emittente di 3 sanzioni amministrative pecuniarie per un valore complessivo pari ad Euro 45.000.

A tal riguardo, giova segnalare come la Consob abbia asserito la gravità delle violazioni contestate all'emittente, da un punto di vista oggettivo, in virtù della rilevanza attribuita all'esatto adempimento degli obblighi previsti dalla normativa in materia di abusi di mercato, rappresentando questi ultimi un "importante strumento sia per la corretta e puntuale informazione degli investitori e del mercato, sia ai fini della prevenzione degli abusi di mercato medesimi".

Con riferimento alle singole violazioni, merita particolare attenzione quella di cui al punto (i) per la quale l'emittente si è visto irrogare la sanzione più alta, ossia pari ad Euro 30.000. Nello specifico, la Consob ha accertato l'attivazione tardiva della procedura del ritardo nella pubblicazione dell'informazione avente ad oggetto la sussistenza di trattative per l'acquisizione da parte dell'emittente di una partecipazione rilevante in un'altra società. Ciò in quanto l'emittente ha attivato la procedura del ritardo soltanto in data 1° marzo 2019, ossia contestualmente alla comunicazione al pubblico della citata informazione a seguito della diffusione di *rumors*, sebbene tale informazione, sulla base di una valutazione *ex ante* condotta dall'Autorità, avesse assunto natura privilegiata già in data 22 febbraio 2019.

Sul punto, l'individuazione della predetta violazione come quella di maggiore gravità tra quelle poste in essere dall'emittente risulta senza dubbio in linea con la finalità marcatamente preventiva della normativa in materia di abusi di mercato. In particolare, operando ad esempio un raffronto con la violazione di cui al punto (ii), appare evidente che la mancata tempestiva adozione delle cautele previste dalla normativa in questione in caso di ritardo (prima su tutte la predisposizione dei cd. *chinese walls*) rappresenti, nell'ottica della prevenzione di condotte abusive, un'inosservanza più ben più pericolosa di un mero ritardo, seppur cospicuo, nella notifica a Consob dell'attivazione della citata procedura. Difatti, mentre in caso di mero ritardo nella notifica all'Autorità l'emittente ha comunque adottato le cautele richieste dall'art. 4, co. 1 del Regolamento di Esecuzione (UE) 2016/1055 e ha dunque "gestito" l'informazione privilegiata, nel caso di tardiva attivazione della procedura di ritardo l'informazione privi-

legiata non è oggetto di alcuna precauzione da parte dell'emittente, dunque potendo circolare liberamente sia all'interno che all'esterno dell'emittente stesso e determinando un aumento delle possibilità che si verifichino degli abusi.

In generale, preme anzitutto sottolineare come le operazioni di acquisizione di partecipazioni rilevanti da parte di emittenti quotati presentino molto frequentemente problematiche non trascurabili dal punto di vista della disciplina in materia di *market abuse*, ed in particolare, relativamente all'esatta e tempestiva individuazione, gestione e pubblicazione delle informazioni privilegiate. A tal riguardo, basti considerare che, in virtù di alcuni fattori, quali ad esempio la *size* dell'emittente e della *target* e i rapporti tra i rispettivi *business*, l'operazione stessa può presentare un carattere *price-sensitive* e dunque avere una natura privilegiata laddove non sia conosciuta dal pubblico.

Ciò detto, alla luce delle valutazioni e delle considerazioni svolte dall'Autorità nella delibera in analisi, gli emittenti quotati sono chiamati a prestare particolare attenzione all'istituto del ritardo sotto un duplice profilo. In primo luogo, tale attenzione dovrà riguardare, in un'ottica di prevenzione, l'adozione di una procedura per la gestione delle informazioni privilegiate che disciplini in maniera adeguata la procedura di ritardo e sia quindi conforme alle Linee Guida Consob sulla gestione delle informazioni privilegiate. Inoltre, l'attenzione degli emittenti dovrà avere ad oggetto tanto la sussistenza delle condizioni legittimanti il ricorso al ritardo quanto le modalità di adempimento degli obblighi normativi, come specificamente declinati all'interno della procedura sulla gestione delle informazioni privilegiate adottata.

#### **Delibera n. 21966 del 22 luglio 2021**

#### **Provvedimento in materia di abusi di mercato**

*In materia di abusi di mercato, l'esecuzione a mercato aperto di un'intensa attività giornaliera in vendita e in acquisto di azioni di un emittente costituisce una condotta mani-*

polativa del mercato ai sensi dell'articolo 12, paragrafo 1, lett. a), i) e ii) del Regolamento MAR, nonché una violazione di elevata gravità ai sensi dell'art. 194-bis del TUF, qualora l'operatività in acquisto riconducibile alla predetta attività: (i) abbia determinato in modo sistematico l'immediato rialzo del prezzo di mercato delle azioni dell'emittente fino a raggiungere un livello anormale ed artificiale; (ii) sia risultata concretamente idonea a fornire segnali falsi e fuorvianti in merito alla domanda e all'offerta delle azioni avendo di fatto celato ai partecipanti al mercato, i quali non possono conoscere l'identità dei soggetti che operano su di esso, il fatto che la cospicua offerta di titoli in questione fosse riconducibile al soggetto manipolatore. In particolare, le predette condizioni ricorrono nel caso in cui lo schema operativo concretamente adottato preveda: (a) l'inserimento di ordini di vendita per quantitativi consistenti con limiti di prezzo tali da determinare l'esecuzione di operazioni di vendita in successione a prezzi decrescenti e (b) l'immissione, immediatamente dopo tali vendite, di ordini di acquisto, i quali, ancorché di dimensioni non particolarmente elevate, siano inseriti con modalità aggressive che permettono l'applicazione delle migliori proposte in vendita presenti nel book di negoziazione, in modo da provocare la conclusione di operazioni di acquisto a prezzi più elevati rispetto al prezzo di mercato determinato dalle operazioni di vendita concluse poco prima dal medesimo soggetto.

### Commento

Con la delibera in oggetto, l'Autorità di Vigilanza ha sanzionato il presidente del CdA ed amministratore delegato di un emittente quotato sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia gestito da Borsa Italiana S.p.A., per aver tenuto condotte manipolative del prezzo dei titoli azionari dell'emittente medesimo. In particolare, tale soggetto, nel periodo compreso tra gennaio 2016 ed aprile 2019 e precisamente in 127 giornate di mercato aperto, ha posto in essere un'intensa operatività giornaliera in azioni dell'emittente, caratterizzata dalle modalità concrete poc'anzi descritte, operando in vendita per quantitativi più elevati di quelli in acquisto in modo da determinare una riduzione graduale della propria partecipazione (diretta e indiretta) nell'emittente in

questione dall'84,64% al 47,90%.

L'accertamento della violazione, ritenuta di gravità elevata in virtù degli effetti prodotti sul prezzo delle azioni e sul mercato, ha giustificato l'applicazione di un trattamento sanzionatorio misto, che si compone di una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art. 187-ter, co. 1 del TUF e nella sanzione accessoria obbligatoria consistente nell'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo dell'emittente.

In particolare, sulla base delle risultanze degli accertamenti della Consob, lo schema operativo concretamente adottato dal soggetto in parola ha integrato la fattispecie della manipolazione del mercato nella forma cd. operativa, ossia realizzata mediante un'attività di negoziazione sugli strumenti finanziari oggetto di manipolazione (esecuzione di operazioni e inoltro di ordini di compravendita). Inoltre, più specificamente, la condotta in esame presenta i caratteri di entrambe le varianti della manipolazione operativa, ossia tanto delle cd. *misleading transactions* di cui all'art. 12, paragrafo 1, lett. a), i) del MAR, per l'attitudine della stessa ad inviare "segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario", quanto del cd. *price positioning* di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lett. a), ii) del MAR per aver questa consentito di fissare il prezzo dei titoli dell'emittente "a un livello anormale o artificiale".

Sul punto, merita particolare attenzione l'approccio valutativo adottato dalla Consob secondo il quale, ai fini della realizzazione della manipolazione del mercato, non assumono alcuna rilevanza le motivazioni del soggetto agente, consistenti nel caso di specie nella volontà di "contenere l'impatto delle vendite sul prezzo". A tal riguardo, si segnala che tale orientamento risulta conforme tanto alla lettera dell'art. 12, co. 1 del MAR quanto alla *ratio* ispiratrice del divieto di manipolazione del mercato di cui all'art. 15 del MAR. Difatti, alla luce della preminenza attribuita dal legislatore all'idoneità della condotta manipolativa a pregiudicare la correttezza del processo di *price discovery* nonché della centralità della tutela dell'integrità del mercato nella disciplina *market*

*abuse*, la manipolazione operativa non può che basarsi sugli effetti prodotti sul mercato e non sulle intenzioni, benché lecite, del soggetto che le pone in essere.

### **Delibera n. 21960 del 21 luglio 2021**

#### **Provvedimento in materia di revoca della sospensione dalla negoziazione di titoli**

La Consob, con la delibera in oggetto, ha revocato la sospensione temporanea dalle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani dei titoli emessi da una banca.

In particolare, l'ente creditizio destinatario del predetto provvedimento era stato sottoposto alla procedura di Amministrazione Straordinaria su decisione della BCE intervenuta, a seguito delle dimissioni della maggioranza dei membri del CdA, in conformità agli articoli 69-*octiesdecies*, 70 e 98 del TUB. Alla luce del predetto provvedimento della BCE, la Consob aveva adottato la delibera n. 20772 del 2 gennaio 2019 con cui era stata disposta la sospensione temporanea dalla negoziazione nelle sedi di negoziazione italiane dei titoli emessi o garantiti dalla banca, fintantoché la medesima non avesse ripristinato un quadro informativo completo sugli strumenti emessi ovvero fino al momento di vigenza della procedura di Amministrazione Straordinaria. A tal riguardo, nella delibera citata, l'Autorità di Vigilanza giustificava il provvedimento di sospensione in quanto "i ridotti obblighi informativi al pubblico conseguenti al regime di Amministrazione Straordinaria" non garantiscono "la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori". Tale decisione ha tenuto dunque conto della necessità di assicurare, in relazione ai suddetti titoli, la correttezza del processo di formazione dei prezzi al fine di garantire la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, anche alla luce del fatto che i titoli in questione erano ammessi a negoziazione su numerosi mercati europei.

La banca in parola ha successivamente realizzato un'operazione di rafforzamento patrimoniale in esecuzione della quale l'Assemblea Straordinaria dei soci ha deliberato,

in data 20 settembre 2019, l'aumento di capitale e l'emissione di *warrant*. Con l'ingresso di nuovi azionisti nella compagine societaria, inoltre, in data 31 gennaio 2020, la banca ha comunicato la nomina del nuovo Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, nonché la chiusura della procedura di Amministrazione Straordinaria. La Consob ha successivamente approvato, in data 21 luglio 2021, il prospetto di ammissione alle negoziazioni delle azioni ordinarie derivanti dall'aumento di capitale e dei *warrant*, oggetto dell'operazione di rafforzamento patrimoniale, previa relativa delibera dell'Assemblea Straordinaria dei soci della banca.

Conseguentemente, ritenendo ripristinato il requisito della completezza informativa per le ragioni ed i fatti appena rappresentati, l'Autorità di Vigilanza ha revocato la delibera n. 20722 del 2 gennaio 2019, inerente la sospensione dalle negoziazioni dei titoli dell'emittente nelle sedi di negoziazione italiane.

### **Delibera n. 21964 del 21 luglio 2021**

#### **Provvedimento in materia di riconoscimento di mercati di strumenti finanziari extra-UE**

Con la delibera in commento la Consob ha riconosciuto il mercato "CBOE Exchange, Inc." avente sede in Chicago, Illinois (U.S.A.) e registrato come "national securities exchange" presso la "Securities and Exchange Commission" ("**SEC**"), quale mercato extraeuropeo di strumenti finanziari al fine di renderlo operativo in Italia in conformità all'art. 70 del TUF. Tale mercato rappresenta la principale sede di negoziazione di opzioni negli Stati Uniti.

Al riguardo, si segnala che l'Autorità di Vigilanza ha valutato la sussistenza dei requisiti richiesti dall'ordinamento interno ai fini del predetto riconoscimento ed in particolare:

1. l'esistenza di un accordo con tra la Consob e l'Autorità competente del paese di registrazione del mercato richiedente ai sensi dell'art. 70, co. 1 del TUF;

2. la sussistenza, ai sensi dell'art. 70, co. 3 del TUF, di una situazione di "equivalenza" con la normativa italiana vigente in materia di mercati regolamentati con riferimento a: (a) le informazioni sugli strumenti finanziari e sugli emittenti; (b) le modalità di formazione dei prezzi; (c) le modalità di liquidazione dei contratti; (d) le norme di vigilanza sui mercati e sugli intermediari.

La Consob, considerata l'istanza con la quale CBOE Exchange Inc. ha presentato richiesta di riconoscimento, ha dunque dato atto dell'esistenza del "Memorandum of Understanding Concerning Consultation and the Exchange of Information Related to Market Oversight and the Supervision of Covered Firms" stipulato dalla Consob e la SEC in data 22 dicembre 2020 e accertato la sostanziale equivalenza con la normativa italiana attesa con riferimento al mercato richiedente in ordine agli elementi di cui all'art. 70, co. 3 del TUF.

Alla luce di quanto sopra, il mercato statunitense di strumenti finanziari derivati "CBOE Exchange, Inc.", è stato reso operativo anche in Italia e ne è stato consentito l'accesso a banche, imprese di investimento e agli ulteriori soggetti indicati all'art. 4-terdecies, co. 1 lett. "d" del TUF.

#### **Delibera n. 21974 del 28 luglio 2021**

##### **Provvedimento in materia di squeeze-out e sell-out**

*In materia di offerte pubbliche di acquisto, in caso di attivazione del meccanismo di sell-out e squeeze-out, nel determinare il corrispettivo dell'obbligo di acquisto in conformità all'art. 50, co. 5 del Regolamento Emittenti la Consob si attiene al corrispettivo dell'offerta precedente, comprensivo di eventuali incrementi, nel caso in cui: (i) sia riscontrato un livello elevato di adesioni all'offerta (anche tenendo conto delle adesioni ricevute e degli acquisti fuori offerta effettuati nel corso della riapertura dei termini); (ii) il semestre anteriore all'annuncio dell'offerta sia caratterizzato da esiguità dei volumi medi oggetto di scambio del titolo in questione; (iii) non sussistano rapporti valutativi*

*sul valore attribuito ai titoli o all'emittente del tutto assimilabili a quelli predisposti da esperti indipendenti secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria e (iv) la totalità degli acquisti effettuati dall'offerente, anche di concerto con altri soggetti, sia stata effettuata nel corso dell'offerta ad un prezzo unitario pari al corrispettivo della stessa, seppur incrementato rispetto a quello originario. Specificamente, la fairness opinion rilasciata dall'advisor finanziario nominato dagli amministratori indipendenti dell'emittente e quella rilasciata dall'advisor finanziario del CdA dell'emittente, non possono considerarsi del tutto assimilabili ai citati rapporti valutativi, in ordine al requisito dell'indipendenza, laddove siano funzionali rispettivamente al giudizio di congruità sul corrispettivo dell'OPA espresso dal CdA dell'emittente e ad attestare il valore delle azioni dell'emittente da iscrivere nella situazione patrimoniale dell'offerente nell'ambito di un aumento di capitale.*

##### **Commento**

Con la delibera in commento, l'Autorità di Vigilanza ha determinato l'entità del corrispettivo applicabile in sede di adempimento dell'obbligo di acquisto ex art. 108, co. 1 del TUF e dell'esercizio del diritto di acquisto ex art. 111, co. 1 del TUF, sorti in virtù dell'acquisizione da parte dell'offerente di una partecipazione complessivamente pari al 95,28% del capitale sociale della target, a seguito della promozione di un'offerta pubblica volontaria totalitaria ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF.

In particolare, la determinazione del corrispettivo da parte della Consob ai sensi dell'art. 108, co. 4 del TUF si è resa necessaria in quanto l'offerente - pur avendo raggiunto, all'esito dell'OPA volontaria, una partecipazione superiore al 95% del capitale dell'emittente - non era tuttavia in possesso di una quota almeno pari al 90% del capitale sociale con diritto di voto oggetto di offerta. Inoltre, al riguardo, stante l'acquisizione in seguito all'offerta di una quota pari al 46,03% dei titoli oggetto di offerta (escluse le azioni portate in adesione da parti correlate all'offerente in conformità all'art. 50, co. 9 del Regolamento Emittenti) risultava altresì inapplicabile l'art. 50, co. 4 lett. c) del Regolamento Emittenti, in forza del quale l'Autorità di Vigilanza è tenuta,

qualora l'OPA sia stata soggetta a riapertura dei termini e sia stato portato in adesione almeno il 50% dei titoli oggetto dell'offerta medesima, alla determinazione del corrispettivo relativo all'obbligo di acquisto in misura pari al prezzo dell'offerta precedente.

Conseguentemente, la Consob ha determinato il predetto corrispettivo in conformità all'art. 50, co. 5 del Regolamento Emittenti, e dunque tenendo conto: (a) del corrispettivo dell'offerta precedente, anche alla luce della percentuale di adesioni; (b) del prezzo medio ponderato di mercato dei titoli oggetto dell'offerta nel semestre anteriore all'offerta; (c) del valore attribuito ai titoli o all'emittente da rapporti valutativi eventualmente esistenti, predisposti non oltre sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto, da esperti indipendenti, secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria e di (d) di eventuali altri acquisti di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con esso.

All'esito di una attenta analisi, l'Autorità di Vigilanza ha determinato il corrispettivo in misura pari ad Euro 2,55, il quale costituiva il prezzo (comprensivo di incremento) offerto nel corso dell'OPA medesima, giustificando tale scelta alla luce dell'elevato numero di adesioni registrate all'offerta, superiori all'80% dei titoli offerti (incluse, in questo caso, le adesioni apportate dalle parti correlate dell'offerente). L'Autorità, nella determinazione del predetto corrispettivo, ha dunque privilegiato l'elemento di cui alla lettera a) dell'art. 50, co. 5 del Regolamento Emittenti. Sul punto, si segnala inoltre che la Consob ha ritenuto di non poter tener conto del prezzo medio ponderato di mercato del semestre antecedente all'offerta e pari ad Euro 1,83, in virtù della scarsa significatività dello stesso alla luce dell'esiguità dei volumi medi scambiati.

A tal riguardo, si evidenzia come la Consob, privilegiando il corrispettivo applicato in sede di offerta rispetto al prezzo medio ponderato di mercato del semestre precedente, abbia concesso agli azionisti coinvolti nella procedura congiunta di *sell-out/squeeze-out* un trattamento favorevole garantendogli l'applicazione del prezzo più alto tra quelli disponibili. Ciò, in conformità con la *ratio* ispiratrice degli artt. 108 co. 4 del TUF

e 50, co. 5 del Regolamento Emittenti, i quali, stabilendo una serie di parametri di diversa natura ai fini della determinazione del prezzo di *sell-out/squeeze-out*, sono volti ad assicurare che gli azionisti che non hanno aderito all'OPA in prima battuta siano adeguatamente indennizzati in sede di vendita forzata.

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

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