CONSOB

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

PROPOSTE DI MODIFICA AL REGOLAMENTO EMITTENTI PER IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA *TRANSPARENCY* IN MATERIA DI ASSETTI PROPRIETARI

30 novembre 2015

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il 15 dicembre al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

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

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

Indice:

I. QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO

II. DESCRIZIONE DELLE PROPOSTE: ARTICOLATO.

III. QUESTIONARIO.

*** * ***

I. QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO

Direttiva 2013/50/UE[1] ha modificato la Direttiva 2004/109/CE ("*Transparency*"), con lo scopo di semplificare e ridurre gli oneri amministrativi per le società quotate e garantire una maggiore trasparenza degli assetti proprietari delle società che hanno emesso valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Le principali modifiche introdotte dalla Direttiva 2013/50/UE riguardano in sintesi:

1. l'informativa sulle partecipazioni rilevanti, introducendo l'estensione degli obblighi di comunicazione dell'acquisizione o della cessione anche di strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne, con regolamento fisico e in

[1] Pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea in data 6 novembre 2013 ed entrata in vigore in data 26 novembre 2014.

contanti e la previsione dell'obbligo di aggregazione dei diritti di voto relativi alla detenzione di azioni e di strumenti finanziari;

2. l'informativa in materia finanziaria, con l'abolizione dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi sulla gestione (facendo salva la facoltà degli Stati membri di imporre la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive se tale obbligo non costituisca un onere finanziario consistente e se le informazioni aggiuntive siano proporzionate); l'estensione del termine per la pubblicazione della relazione semestrale da due a tre mesi dalla fine del semestre e la previsione dell'obbligo di pubblicare le relazioni finanziarie annuali in un formato elettronico unico di comunicazione a partire dal 1° gennaio 2020 (a condizione che l'ESMA abbia effettuato un'analisi costi-benefici[2]);

3. l'informativa in materia non finanziaria, con l'introduzione dell'obbligo di pubblicazione di una relazione, su base annua, relativa ai pagamenti effettuati ai governi a carico degli emittenti operanti nell'industria estrattiva o forestale primaria;

4. l'accesso alle informazioni regolamentate, con l'istituzione di un "punto di accesso" elettronico europeo predisposto e gestito dall'ESMA che consenta agli investitori l'accesso alle informazioni regolamentate;

5. le sanzioni, con la predisposizione di un sistema sanzionatorio più articolato, comprensivo: *a)* della previsione di uno specifico regime di responsabilità dei membri degli organi amministrativi, di gestione o di sorveglianza e di controllo delle società emittenti; *b)* di sanzioni pecuniarie sufficientemente elevate da poter essere dissuasive a sostegno di mercati corretti e trasparenti; *c)* della possibilità di sospendere i diritti di voto dei titolari di azioni e di strumenti finanziari che non adempiono agli obblighi di notifica in materia di partecipazioni rilevanti; *d)* della pubblicazione delle decisioni che impongono sanzioni o misure amministrative per la violazione degli obblighi previsti dalla Direttiva, ferma restando la facoltà dell'autorità competente di ritardare la pubblicazione o di procedere alla pubblicazione in forma anonima in taluni specifici casi.

Sono state inoltre introdotte talune modifiche della definizione di "Stato membro d'origine" e di "Emittente"[3].

Il termine di recepimento della Direttiva 2013/50/UE è il 26 novembre 2015. Inoltre, a decorrere dalla medesima data del 26 novembre 2015, si applica (automaticamente) il "*Regolamento Delegato (UE) 2015/761 della Commissione del 17 dicembre 2014 che integra la Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda determinate norme tecniche di regolamentazione sulle partecipazioni rilevanti*" ("Regolamento RTS")[4], contenente i "*Regulatory Technical Standards*" ("RTS"), elaborati all'AESFEM (*European Securities and Markets Authority*, di seguito "ESMA"), ai sensi della delega contenuta nella Direttiva *Transparency* modificata.

In data 27 ottobre 2015 si è conclusa la consultazione pubblica indetta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, avente ad oggetto le modifiche alle disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), necessarie al fine di recepire la citata Direttiva, sulla base della delega contenuta

[2] L'ESMA deve anche elaborare i progetti di norme tecniche di regolamentazione volte a specificare il formato elettronico di comunicazione.

[3] E' stata estesa la definizione di "emittente valori mobiliari ammessi alla negoziazione" alle persone fisiche e giuridiche e agli emittenti certificati di deposito ammessi alla negoziazione; viene, inoltre, stabilito che lo Stato membro di origine per le società emittenti titoli di debito di un paese terzo debba essere lo Stato membro scelto dall'emittente tra quelli in cui i suoi valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

[4] pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'UE in data 13 maggio 2015.

nella legge 9 luglio 2015, n. 114 (Legge di Delegazione Europea 2014)[5]. Lo schema di decreto legislativo è attualmente all'esame del Parlamento.

Le modifiche contenute nel citato documento di consultazione interessano diverse disposizioni del TUF, che, quando emanate, richiederanno un successivo intervento di modifica della regolamentazione della Consob, necessarie per dare attuazione all'intervento di riforma.

Per quanto riguarda la materia della trasparenza delle partecipazioni rilevanti, questa è disciplinata dal TUF con esclusivo riguardo alla determinazione della soglia minima di partecipazione delle cosiddette partecipazioni effettive, mentre è prevista una delega alla Consob, ai sensi dell'articolo 120, comma 4, al fine di disciplinare in via regolamentare, tra l'altro, "*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*", il contenuto, le modalità e i termini di comunicazione in relazione agli obblighi di trasparenza, nonché "*i criteri per il calcolo delle partecipazioni, avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute, alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio nonché a quelle di maggiorazione dei diritti di voto*".

Pertanto, si è reso necessario apportare modifiche al Regolamento emittenti per recepire la nuova disciplina europea.

Le modifiche necessarie per allineare lo norme regolamentari alle nuove disposizioni del Regolamento RTS, che come detto sono automaticamente applicabili a partire dal 26 novembre, sono state apportate con la Delibera n. 19446 del 25 novembre (disponibile sul sito web della Consob e attualmente in corso di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana[6]). Con la stessa Delibera è stata ridotta la soglia minima per la dichiarazione delle "posizioni lunghe" dal 10% al 5% (art. 119, comma 2, del Regolamento Emittenti), al fine di assicurare tempestivamente il grado di trasparenza previsto dalla disciplina europea per questo tipo di posizioni.

Ciò premesso, con il presente documento di consultazione si sottopongono alla consultazione del mercato le proposte relative alle ulteriori modifiche del Regolamento emittenti in materia di assetti proprietari, necessarie per il recepimento completo della citata Direttiva 2013/50/UE.

---

[5] L'articolo 5 della Legge di Delegazione Europea 2014 prevede i criteri di delega per il recepimento della Direttiva in esame; in particolare è stato previsto, tra l'altro, che il Governo si attenga ai seguenti criteri direttivi:
(i) apportare al TUF le modifiche e le integrazioni necessarie al corretto e integrale recepimento della direttiva e delle relative misure di esecuzione nell'ordinamento nazionale, prevedendo, ove opportuno, il ricorso alla disciplina secondaria e attribuendo le competenze e i poteri di vigilanza previsti nella direttiva alla Consob quale autorità competente;
(ii) "*prevedere, ove opportuno, l'innalzamento della soglia minima"* prevista dal TUF in materia di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, nonché le occorrenti modificazioni al fine di realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti;
(iii) "*attribuire alla Consob il potere di disporre, con proprio regolamento e in conformità alle disposizioni della direttiva 2013/50/UE, obblighi di pubblicazione delle informazioni periodiche aggiuntive con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali e semestrali*";
(iv) prevedere, in conformità alle definizioni e alla disciplina della direttiva, le occorrenti modificazioni della normativa vigente, per i settori interessati dalla direttiva da attuare, per realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti e assicurare un adeguato regime di trasparenza in materia di informazione sugli emittenti garantendo un appropriato grado di protezione dell'investitore e la più ampia tutela della stabilità finanziaria e assicurando i più adeguati obblighi di informazione e correttezza.

[6] Si evidenzia che a decorrere dalla data di entrata in vigore del Regolamento RTS - ovvero dal 26 novembre 2015 - le previsioni contenute in tale Regolamento si applicano anche nelle more dell'entrata in vigore della Delibera di modifica del Regolamento Emittenti.

II. DESCRIZIONE DELLE PROPOSTE: ARTICOLATO.

Come anticipato, nel presente documento si illustrano:

(i) le modifiche conseguenti all'applicazione (automatica) a decorrere dalla data del 26 novembre delle previsioni riguardanti gli *standard* tecnici contenute nel Regolamento RTS, introdotte dalla Delibera n. 19446 del 25 novembre;

(ii) le proposte di ulteriori modifiche necessarie ai fini del recepimento della Direttiva *Transparency*.

1. *Modifiche derivanti dal Regolamento sui Regulatory Technical Standards (RTS).*

Nel Regolamento RTS, sopra citato, sono previste talune norme tecniche che riguardano in particolare:

- il metodo di calcolo della soglia per l'esenzione in tema di attività di *market maker* e di portafoglio di negoziazione (articoli 2 e 3);
- il metodo di calcolo del numero dei diritti di voto in caso di strumenti finanziari riferiti a *basket* o indici di azioni (articolo 4);
- il metodo di aggiustamento per il *delta*, ai fini del calcolo dei diritti di voto relativi a strumenti finanziari che prevedono esclusivamente il regolamento in contanti (articolo 5); si tratta del metodo per determinare il coefficiente che indica quanto varierebbe il valore teorico dello strumento finanziario in caso di variazione del prezzo dello strumento sottostante e che applicato al nozionale dello strumento consente di fornire una rappresentazione accurata dell'esposizione del possessore[7];
- l'ambito di applicazione dell'"*esenzione client serving*" (articolo 6).

In particolare, con riguardo ai metodi di calcolo sopra descritti, gli *standard* tecnici sono stati oggetto di apposito richiamo nell'ambito della normativa regolamentare cui si riferiscono.

Con riguardo all'introduzione dell'aggiustamento per il *delta*, il Regolamento RTS prevede che – nel caso di strumenti finanziari che non abbiano un profilo di rendimento simmetrico lineare con l'azione sottostante – si applichi un coefficiente "delta". Il metodo di calcolo di tale delta è stato redatto appositamente dall'ESMA secondo un criterio *principle-based* - ovvero definendone i princìpi in luogo di una formula specifica - al fine di minimizzare i costi di *compliance* per gli operatori, consentendo di utilizzare i modelli di calcolo già utilizzati dagli operatori, ad esempio, ai sensi della Direttiva CRD IV e del Regolamento (UE) n. 575/2013 ("*Capital Requirements Regulation*").

Inoltre, nel medesimo RTS, si forniscono altresì taluni elementi di valutazione e condizioni per la determinazione di tale coefficiente *delta*.

Con riguardo allo *standard* tecnico relativo all'esenzione *client-serving* – per le operazioni poste in essere da soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento per conto della clientela -

[7] Cfr. considerando (10) della Direttiva 2013/50/UE.

giova ricordare che il sistema italiano nella formulazione vigente prevede tale esenzione[8], adottata sulla base di analoga previsione della normativa inglese.

Il richiamato RTS ha chiarito che all'attività di *client-serving* non è applicabile alcuna esenzione autonoma (*self-standing*), potendosi esentare tale fattispecie esclusivamente nella misura in cui risulti riconducibile all'esenzione c.d. *trading-book* (ovvero l'esenzione per la quale ai fini degli obblighi di notifica non si computano, nei limiti del 5%, i diritti di voto inerenti alle azioni detenute nel portafoglio di negoziazione di un ente creditizio o di un'impresa di investimento).

Pertanto si è resa opportuna l'abrogazione dell'esenzione *client-serving* prevista dal Regolamento Emittenti[9] (di cui alla lett. *a)* del comma 8-*bis*, dell'articolo 119-*bis*) e l'inserimento di una previsione di raccordo che renda applicabile l'esenzione *trading-book* anche alle operazioni effettuate per conto della clientela.

Per la descrizione delle modifiche apportate in relazione alle materie trattate dal Regolamento RTS si rinvia all'articolato allegato.

2. *Modifiche volte al recepimento della Direttiva 2013/50/UE.*

La Direttiva 2013/50/UE ha inciso su taluni aspetti dell'attuale disciplina in materia di assetti proprietari, nei termini che seguono:

- viene attribuita rilevanza ai c.d. "strumenti finanziari economicamente equivalenti", includendo tali strumenti nel *basket* degli strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquistare azioni (ovvero le c.d. "*partecipazioni potenziali*" già rilevanti ai sensi della formulazione della Direttiva ante-modifica del 2013); a tale *basket* di strumenti finanziari si applicano le medesime soglie previste per la notifica delle "partecipazioni effettive", cioè a partire dalla soglia minima del 5%;
- viene prevista – come terzo *basket* – l'aggregazione del *basket* delle partecipazioni "effettive" (già esistente e rimasto invariato) e del predetto *basket* degli strumenti finanziari; anche tale *basket* aggregato è soggetto agli obblighi di notifica secondo le medesime soglie delle "partecipazioni effettive", cioè a partire dalla soglia minima del 5%;
- viene introdotta *ex novo* un'esenzione per le operazioni di stabilizzazione;
- viene modificato il termine per la notifica delle partecipazioni rilevanti.

[8] Cfr. articolo 119-*bis*, comma 8-*bis*, del Regolamento Emittenti.

[9] In chiave comparatistica, un approccio in tal senso risulta adottato dal *Consultation Paper* dell'FCA (UK) "*Implementation of the Transparency Directive Amending Directive (2013/50/EU) and other Disclosure Rule and Transparency Rule Changes CP15*", secondo cui "*the revised TD does not provide for a standalone client-serving intermediary exemption that is distinct from the existing market maker and trading book exemptions (as currently contained in the DTRs). We introduced this concept to exempt persons from the disclosure obligations where they hold financial instruments that have a similar economic effect to qualifying financial instruments in order to satisfy client needs, and where they themselves do not use their holding to intervene in or exert influence over the management of the issuer in question.…Unlike the existing UK regime, the TD does not provide a standalone, uncapped exemption from the vote holder notification rules for entities operating in a client-serving capacity. Instead, a client-serving intermediary will have to rely on the existing trading book exemption, which is capped at 5%.*".

2.1. La rilevanza degli strumenti finanziari economicamente equivalenti e il coefficiente delta.

Nell'ambito del perseguimento degli obiettivi dichiarati dalla Direttiva *Transparency*, viene attribuita rilevanza – ai fini degli obblighi di *disclosure* – agli "*strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne emersi a seguito dell'innovazione finanziaria*", strumenti che "*creano una determinata esposizione economica degli investitori nei confronti delle società*" e "*potrebbero essere utilizzati per acquisire quote occulte di società, da cui potrebbero risultare abusi di mercato e che potrebbero fornire una rappresentazione errata e fuorviante della proprietà economica delle società quotate*"[10].

Tali strumenti ricadono nell'ambito degli obblighi di notifica relativi ai c.d. secondo e terzo *basket* di cui agli articoli 13, comma 1, e 13-*bis* della Direttiva *Transparency*, come di seguito illustrati. Si rammenta che la nozione di "*strumenti finanziari economicamente equivalenti*", prevista dalla Direttiva, è già presente nella disciplina italiana – dal 2011– ma esclusivamente ai fini del computo della "*posizione lunga complessiva*".

Inoltre, l'articolo 13, paragrafo 1-*ter*, della Direttiva *Transparency*[11], elenca i principali strumenti finanziari e delega l'ESMA (AESFEM) a provvedere alla redazione e all'aggiornamento periodico di un elenco indicativo di tali strumenti finanziari. Tale delega è stata esercitata con la pubblicazione dell'elenco da parte dell'ESMA[12].

Con riguardo alle modifiche regolamentari su tali aspetti, si rammenta che è prevista la delega alla Consob, ai sensi dell'articolo 120, comma 4, lett. d-*ter)*, del TUF, al fine di disciplinare in via regolamentare "*i casi in cui la detenzione di strumenti finanziari derivati determina obblighi di comunicazione*". Inoltre, ai sensi della lett. *b*) del medesimo articolo, sono oggetto della medesima delega "*i criteri per il calcolo delle partecipazioni, avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute, alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio nonché a quelle di maggiorazione dei diritti di voto*".

Si evidenzia che, al fine di fornire un riferimento omogeneo a servizio delle norme che si applicano agli strumenti finanziari, si è proposto – all'articolo 116-*terdecies*, del Regolamento Emittenti – l'inserimento di una definizione di "*strumenti finanziari*" che faccia riferimento sia alle norme definitorie del TUF – che già risultano in linea con l'elencazione contenuta nella Direttiva *Transparency* – sia, con una formulazione "aperta", all'ulteriore elenco predisposto dall'ESMA.

---

[10] Cfr. Considerando 9 della Direttiva 2013/50/UE.

[11] "*Ai fini del paragrafo 1 sono considerati strumenti finanziari, purché soddisfino le condizioni di cui al paragrafo 1, primo comma, lettere a) o b):*
a) i valori mobiliari;
b) i contratti di opzione;
c) i contratti finanziari a termine standardizzati (future);
d) gli swaps;
e) gli accordi per scambi futuri sui tassi di interesse;
f) i contratti per differenza; e
g) altri contratti o accordi con effetti economici simili regolabili fisicamente o in contanti.
L'AESFEM elabora e aggiorna periodicamente un elenco indicativo di strumenti finanziari soggetti agli obblighi di notifica di cui al paragrafo 1, tenendo conto degli sviluppi tecnici nei mercati finanziari."

[12] Tale elenco è contenuto nell'*Annex V* al "*Final Report*" relativo ai "*Regulatory Technical Standards*" e ripubblicato come documento *stand alone* sul sito *web* dell'ESMA in data 22 ottobre 2015. L'ESMA inoltre effettuerà attività di monitoraggio sul mercato finanziario al fine di mantenere tale elenco opportunamente aggiornato.

Inoltre – mediante integrazione dell'articolo 119 del Regolamento Emittenti effettuata con la Delibera del 25 novembre – si è prevista l'applicazione del fattore *delta* agli strumenti economicamente equivalenti regolati per cassa con apposito rinvio alla relativa norma del Regolamento RTS.

2.2. La riformulazione dei c.d. basket.

Anche alla luce della rilevanza degli '*strumenti finanziari economicamente equivalenti*', come sopra indicata, l'impianto degli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti risulta rimodellato.

In particolare, si segnala che risultano definiti tre c.d. "*basket*" – per ciascuno dei quali si applica la soglia minima del 5% (e le successive soglie nei relativi multipli secondo quanto previsto nella Direttiva *Transparency*) – costituiti da:

(i) le partecipazioni effettive e i diritti di voto, di cui agli articoli 9 e 10 della Direttiva *Transparency* (primo *basket*);

(ii) le partecipazioni potenziali e gli strumenti finanziari economicamente equivalenti (con regolamento fisico o in denaro), di cui all'articolo 13, comma 1, rispettivamente, lett. *(a)* e *(b)*, della Direttiva *Transparency* (secondo *basket*);[13] e

(iii) la posizione aggregata delle partecipazioni sub *(i)* e *(ii)*, ai sensi dell'articolo 13-*bis* della medesima Direttiva *Transparency* (terzo *basket*).

La Direttiva *Transparency* modificata (articolo 3)[14] prevede talune ipotesi in cui è consentito agli Stati membri di stabilire obblighi più severi tra cui la determinazione di soglie ulteriori o aggiuntive rispetto a quelle previste dall'articolo 9, comma 1, della medesima Direttiva.

Si rammenta che esclusivamente per il *basket sub (i)*, relativo alle partecipazioni "effettive" la

[13] Cfr. Direttiva 2004/109/CE, articolo 13:
1. Gli obblighi di notifica previsti all'articolo 9 si applicano altresì alla persona fisica o giuridica che detiene, direttamente o indirettamente:
a) strumenti finanziari che, alla scadenza, conferiscono al possessore, in virtù di un accordo formale, il diritto incondizionato ad acquisire o la facoltà di acquisire azioni, già emesse, che incorporano diritti di voto di un emittente le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato;
b) strumenti finanziari che non sono inclusi nella lettera a), ma che sono collegati alle azioni di cui alla suddetta lettera e che hanno un effetto economico simile a quello degli strumenti finanziari di cui alla suddetta lettera, che diano o meno diritto a regolamento fisico.
La notifica richiesta include la ripartizione per tipo di strumento finanziario detenuto conformemente al primo comma, lettera a), e per strumento finanziario detenuto conformemente alla lettera b) di tale comma, distinguendo tra strumenti finanziari che danno diritto a regolamento fisico e strumenti finanziari che danno diritto a regolamento in contanti."

[14] Cfr. articolo 3 , paragrafo 1-*bis*, di cui si riporta il testo:
"*Lo Stato membro d'origine non può assoggettare un possessore di azioni, o una persona fisica o giuridica di cui agli articoli 10 e 13, ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva, salvo che:*
i) definisca soglie di notifica inferiori o aggiuntive rispetto a quelle definite all'articolo 9, paragrafo 1 ed esiga notifiche equivalenti in relazione alle soglie basate sulle quote di capitale;
ii) imponga obblighi più severi rispetto a quelli previsti dall'articolo 12; o
iii) applichi disposizioni legislative, regolamentari e amministrative adottate in riferimento alle offerte pubbliche di acquisto, alle operazioni di fusione che incidono sulla proprietà o sul controllo di un'impresa, che sono soggette alla vigilanza delle autorità designate dagli Stati membri in conformità all'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto".

soglia minima è stabilita dal TUF. Attualmente tale soglia è pari al 2%, e, secondo quanto previsto nello schema di decreto legislativo sopra citato, dovrebbe essere innalzata al 3%.

Si è reso quindi necessario valutare se applicare la soglia aggiuntiva stabilita dal TUF (del 2% o del 3%) anche agli altri basket.

Si è ritenuto di non prevedere per i basket sopra indicati obblighi di comunicazione con riferimento alla soglia del 2% prevista dal TUF per le sole partecipazioni "effettive" nel capitale delle società diverse dalla PMI (soglia che, come anzidetto, dovrebbe essere innalzata al 3%). La scelta proposta intende contemperare per le società diverse dalle PMI l'esigenza di assicurare un adeguato grado di trasparenza degli assetti proprietari, con quella di non gravare gli investitori di oneri eccessivi in caso di assunzione di posizioni finanziarie, cui non corrisponde l'esercizio effettivo del diritto di voto.

Altri Paesi europei che attualmente prevedono la soglia del 3% (in particolare, Regno Unito, Spagna e Olanda) hanno esteso a tale soglia anche gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni in strumenti finanziari. Con riferimento alla Germania il regime di trasparenza vigente, nonché quello in corso di modifica per effetto del recepimento della Direttiva *Transparency*, prevede come soglia minima il 3% per le sole partecipazioni fisiche e il 5% per il basket degli strumenti finanziari e il *basket* aggregato (tra azioni e strumenti finanziari), analogamente a quanto proposto per il sistema italiano.

Con riguardo alle modalità di comunicazione, la Direttiva *Transparency* contiene talune precisazioni in ordine alla necessità di includere il *breakdown* tra le varie posizioni detenute[15].

In conclusione, al fine di recepire le disposizioni europee in materia di composizione dei basket e relative soglie di comunicazione sono state previste le seguenti modifiche nel Regolamento Emittenti:

- inclusione nel *basket* attualmente riferito alle sole '*partecipazioni potenziali*' anche degli '*strumenti finanziari economicamente equivalenti*'; costituendo cioè un unico *basket* comprensivo di tutti gli strumenti finanziari come descritto sopra al punto (ii); per tale *basket*, nella bozza di articolato proposta, si mantiene l'attuale soglia del 5% in linea con la Direttiva *Transparency*;

- riduzione, mediante la Delibera 19446 del 25 novembre 2015, dal 10% al 5% della soglia minima del *basket* complessivo – la c.d. "*posizione lunga complessiva*" – (cfr. modifica all'articolo 119, comma 2, del Regolamento Emittenti, contenuta nell'articolato allegato) e allineamento delle ulteriori soglie di tale *basket* al dettato della Direttiva *Transparency.*

[15] Con riguardo al secondo *basket*, quello degli strumenti finanziari di cui all'articolo 13, comma 1, della Direttiva, il medesimo articolo richiede che nella notifica sia inclusa la ripartizione per tipo di strumento finanziario detenuto tra "partecipazioni potenziali" e "strumenti finanziari economicamente equivalenti" e all'interno di questi ultimi, tra strumenti finanziari con regolamento fisico e strumenti finanziari con regolamento in contanti; con riguardo al terzo *basket*, di cui all'*articolo 13* bis ("Aggregazione"), ovvero il basket dell'aggregazione complessiva tra partecipazioni effettive e strumenti finanziari, è previsto, ai sensi della norma da ultimo citata, un *breakdown* tra partecipazioni effettive e strumenti finanziari di cui all'articolo 13 della medesima Direttiva.

2.3. Il regime delle esenzioni dagli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti.

In tema di esenzioni dagli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti e delle modifiche necessarie per effetto del recepimento della Direttiva 2013/50/UE, si rappresenta sinteticamente che:

- non ricorrono modifiche di carattere sostanziale con riguardo alle esenzioni c.d. *market making e trading book* (salvo, per quest'ultima, le modifiche volte a precisare che essa può applicarsi all'attività di *client-serving*);

- viene introdotta *ex novo* un'esenzione per le operazioni di stabilizzazione;

- in sede di RTS viene precisato che l'esenzione c.d. *client-serving* si applica nei limiti in cui rientri nell'esenzione c.d. *trading-book.*

Non risultano oggetto di armonizzazione le ulteriori esenzioni già previste a livello nazionale, applicabili tra la soglia minima – il 2% o, in caso di modifica del TUF, il 3% – e il 5%, quale soglia minima europea.

Si tratta, in particolare, delle esenzioni relative alle seguenti ipotesi:

(i) operazioni di acquisto azionario in sede di sottoscrizione di aumento di capitale o di offerta pubblica di sottoscrizione effettuato da parte di investitori qualificati che siano i soggetti incaricati della sottoscrizione ovvero del collocamento con assunzione a fermo o con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente nei limiti in cui siano rispettati taluni requisiti inerenti la "sterilizzazione" di tali azioni e il vincolo di dismissione entro un termine (18 mesi)[16];

(ii) acquisti azionari effettuati da società di gestione o soggetti abilitati che rientrino nell'ambito delle attività di gestione[17];

(iii) c.d. '*superamenti passivi*' (in termini di superamento o riduzione al di sotto della soglia) a seguito di eventi che comportino modifiche del capitale sociale o del numero complessivo dei diritti di voto[18].

---

[16] *Cfr.* Art. 119-bis, co. 3, lett. c-bis), del Regolamento Emittenti, secondo cui: "*Gli obblighi di comunicazione di cui alla presente Sezione non si applicano …all'acquisizione di azioni al di sotto della soglia del 5% da parte di investitori qualificati, come definiti dall'articolo 34-ter, purché:*
- le azioni siano state acquistate in sede di sottoscrizione o di offerta pubblica, ovvero successivamente alla chiusura delle offerte, dai soggetti incaricati della sottoscrizione, ovvero del collocamento con assunzione a fermo o con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- i diritti di voto inerenti alle azioni acquistate non siano esercitati o altrimenti utilizzati, anche mediante prestito, per intervenire nella gestione dell'emittente; e
- gli investitori qualificati si impegnino a cedere le azioni entro 18 mesi dalla data del loro acquisto a pena di decadenza dall'esenzione".

[17] Art. 119-*bis*, co. 7, del Regolamento Emittenti "*Le società di gestione e i soggetti abilitati che hanno acquisito, nell'ambito delle attività di gestione di cui all'articolo 116-terdecies, comma 1, rispettivamente, lettere e) ed f), partecipazioni gestite, in misura superiore al 2% e inferiore al 5%, non sono tenute agli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 117*".

[18] Cfr. Art. 117 del Regolamento Emittenti
"*(Comunicazione delle partecipazioni rilevanti)*

Come detto, la Direttiva *Transparency* non ha un impatto diretto su tali esenzioni e, sul punto, si ritiene opportuno il mantenimento delle stesse, apportando talune modifiche meramente formali, trattandosi, come anzidetto, di esenzioni nazionali in regime non armonizzato.

2.4. Termini per la notifica.

La Direttiva 2013/50/UE ha modificato il termine previsto per gli obblighi di notifica, prevedendo che la comunicazione del raggiungimento, superamento della soglia rilevante (o riduzione al di sotto della stessa) debba essere effettuata "*tempestivamente ma comunque entro quattro giorni di negoziazione a decorrere da quello in cui*" il soggetto tenuto all'obbligo è venuto a conoscenza, o sarebbe dovuto venire a conoscenza, del sorgere dell'obbligo.

Rispetto al testo previgente della Direttiva *Transparency*, è stata eliminata la precisazione per cui il calcolo dei quattro giorni deve essere effettuato tenendo conto che "*il primo dei quali è il giorno successivo…*".

Inoltre, la Direttiva 2007/14/CE di secondo livello, specifica che il soggetto tenuto alla notifica viene considerato a conoscenza dell'acquisizione, della cessione o della possibilità di esercitare i diritti di voto "*non più tardi di due giorni di negoziazione dopo l'operazione*"[19].

Alla luce delle modifiche apportate dalla Direttiva 2013/50/UE, si propone di modificare l'articolo 121 del Regolamento Emittenti, al fine di ridurre il termine per la notifica da cinque a quattro giorni, prevedendo espressamente che tale termine decorra dal giorno dell'avvenuta conoscenza dell'operazione, con la conseguenza che il giorno dell'operazione varrà come primo giorno ai fini del calcolo[20].

Inoltre, nell'articolato delle modifiche in esame si è prevista l'introduzione della presunzione di conoscenza, ai sensi della richiamata norma della Direttiva di secondo livello, per cui la conoscenza si presume avvenuta entro un termine massimo di due giorni di negoziazione dall'operazione.

Per la descrizione delle proposte di modifica al Regolamento Emittenti si rinvia all'articolato in

---

1. Coloro che partecipano al capitale sociale di un emittente azioni quotate comunicano alla società partecipata e alla Consob:
a) il superamento della soglia del 2% nel caso in cui la società non sia una PMI;
b) il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90% e 95%;
c) la riduzione della partecipazione al di sotto delle soglie indicate alle lettere a) e b).
2. Agli obblighi previsti al comma 1 sono soggetti anche coloro che raggiungono o superano le soglie indicate dalla lettera b) del medesimo comma, ovvero riducono la partecipazione al di sotto delle medesime, a seguito di eventi che comportano modifiche del capitale sociale e sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente azioni quotate ai sensi dell'articolo 85-bis".

[19] All'articolo 9, "*Circostanze nelle quali la persona notificante dovrebbe essere venuta a conoscenza dell'acquisizione o della cessione o della possibilità di esercitare i diritti di voto (Articolo 12, paragrafo 2, della direttiva 2004/109/CE)*".

[20] A titolo comparatistico, si rappresenta che – secondo quanto risulta dal Consultation Paper dell'FCA (UK) "Implementation of the Transparency Directive Amending Directive (2013/50/EU) and other Disclosure Rule and Transparency Rule Changes CP15" – anche nel sistema inglese viene eliminato il riferimento al calcolo a partire dal giorno successivo: "*The notification to the issuer shall be effected as soon as possible, but not later than four trading days in the case of a non-UK issuer and two trading days in all other cases, ~~the first of which shall be the day~~ after the date on which the relevant person:…*"

forma tabellare allegato al presente documento di consultazione.

2.5 Altre modifiche minori non connesse alla disciplina degli assetti proprietari.

La Direttiva 2013/50/UE ha apportato talune modifiche alla Direttiva 2004/109/CE che riguardano: l'abrogazione dell'obbligo di trasmissione all'Autorità compente del progetto di modifica dello statuto; il regime delle esenzioni dagli obblighi relativi alle relazioni finanziarie; l'obbligo di pubblicazione delle informazioni supplementari (nuove emissioni di prestiti e garanzie personali); il punto di accesso elettronico europeo per i meccanismi di stoccaggio delle informazioni regolamentate. Tali modifiche sono oggetto di analisi nell'articolato del presente documento.

III. QUESTIONARIO.

Esenzioni

1) Si concorda con la proposta di confermare le esenzioni dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni superiori al 3% e inferiori al 5% nelle società diverse dalle PMI attualmente previste per:

- *(i) gli investitori qualificati che partecipano ad operazioni di sottoscrizione o di offerta pubblica (art.119-bis, comma 3, lettera c-bis)*
- *(ii) le società di gestione e i soggetti abilitati europei ed extra-europei, nell'ambito delle attività di gestione (art.119-bis, commi 7 e 8)?*

2) Si ritiene che tali esenzioni debbano essere modificate? Se sì indicare le modifiche proposte.

3) Si ritiene che, con riferimento all'acquisizione di partecipazioni superiori al 3% e inferiori al 5% nelle società diverse dalle PMI, possano essere introdotte nuove esenzioni specifiche in relazione a ulteriori fattispecie sia soggettive che oggettive? Se sì indicare quali.

Soglie

4) Con riferimento alla possibilità di prevedere soglie di comunicazione inferiori/ulteriori rispetto a quelle previste dall'art. 9 della Direttiva Transparency modificata, si concorda con le seguenti proposte:

a) di prevedere la minore soglia del 3% esclusivamente con riferimento alle sole partecipazioni effettive nelle società diverse dalle PMI?

b) di mantenere le soglie aggiuntive attualmente previste dall'articolo 117 del Regolamento Emittenti per le partecipazioni effettive (66.6%, 90%, 95%)?

c) non inserire ulteriori soglie con riferimento alle partecipazioni di cui all'art. 119, commi 1 e 2 del Regolamento Emittenti?

Tempistica per la comunicazione

5) Si concorda con le modifiche apportate alla tempistica delle comunicazioni?