

Al via la seconda fase di semplificazione delle regole CONSOB

Al fine di razionalizzare la disciplina vigente e favorire l'accesso al mercato di imprese e risparmiatori, Consob è intervenuta nuovamente sul Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 ("**Regolamento Emittenti**") proseguendo la propria opera di semplificazione degli adempimenti regolamentari a carico degli operatori.

Un primo pacchetto di modifiche regolamentari era già stato approvato dalla Commissione nello scorso gennaio - al termine di un confronto con il mercato avviato nel 2011 con la costituzione di tavoli tecnici - e aveva comportato la modifica della disciplina dei prospetti, delle ammissioni a quotazione e di alcuni obblighi informativi delle società quotate tramite la previsione di diversi livelli di disclosure (si veda Client Briefing Corporate M&A febbraio 2012, "*Al via la semplificazione Consob su prospetti e informativa di emittenti quotati*").

Con le modifiche in commento, l'Autorità interviene ora, semplificandolo, sul regime regolamentare applicabile a: (i) offerte pubbliche; (ii) obblighi informativi; (iii) elezione del consiglio di amministrazione; ed (iv) emittenti strumenti finanziari diffusi.

In evidenza

- Modifiche al procedimento di lancio di un'OPA
- Razionalizzate le soglie per comunicazione di partecipazioni rilevanti
- Semplificato il contenuto dell'estratto da pubblicarsi sulla stampa
- Nuove quote di partecipazione per l'elezione del CDA
- Modificata la definizione di emittente strumenti finanziari diffusi

I nostri contatti:

Avv. Paolo Sersale

Head of Corporate M&A – Italy
paolo.sersale@cliffordchance.com

Avv. Umberto Penco Salvi

Partner, M&A/Energy and infrastructure
umberto.pencosalvi@cliffordchance.com

Avv. Valentina Russo

Responsabile K&I – Corporate M&A
valentina.russo@cliffordchance.com

Avv. Claudio Cerabolini

Partner, M&A/Private Equity
claudio.cerabolini@cliffordchance.com

Avv. Paolo Rulli

Partner, M&A/Real Estate
paolo.rulli@cliffordchance.com

Avv. Alberta Figari

Partner, M&A/ECM
alberta.figari@cliffordchance.com

Avv. Sabrina Borocci

Counsel, M&A/Energy and infrastructure
sabrina.borocci@cliffordchance.com

Offerte pubbliche di acquisto

Modifiche al procedimento di lancio dell'offerta

In materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, la semplificazione operata dall'Autorità si è focalizzata, in primo luogo, sul relativo procedimento di promozione di un'offerta ed in particolare:

- a. è stato ridotto il contenuto della comunicazione dell'offerta ex art. 37 del Regolamento Emittenti, tramite l'eliminazione di informazioni che saranno comunque incluse nel documento di offerta (quali il confronto tra il corrispettivo offerto e l'andamento recente del titolo ovvero le informazioni sui programmi futuri dell'offerente);
- b. è stato eliminato l'obbligo di:
 1. produrre, già all'atto della prima comunicazione dell'offerta, l'attestazione circa le modalità con cui l'offerente ritiene di poter far fronte all'impegno di pagamento del corrispettivo (fermo restando comunque l'obbligo di trasmettere a Consob, entro il giorno antecedente alla pubblicazione del documento di offerta, la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento ovvero la copia della delibera di emissione dei prodotti finanziari offerti in corrispettivo);
 2. comunicare all'emittente l'intervenuta promozione dell'offerta, in quanto notizia già resa nota al mercato;
 3. pubblicare un avviso sui quotidiani in occasione della pubblicazione del documento di offerta, sostituendolo con un più semplice comunicato stampa, in quanto onere aggiuntivo rispetto a quanto previsto dalla normativa comunitaria;
 4. trasmettere a Consob, contestualmente alla pubblicazione, una sintesi del documento di offerta.

Con riferimento a quanto indicato sub 3), Consob ha peraltro evidenziato come l'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione sulla stampa dell'avviso, ormai consolidatosi nella prassi del mercato, potrebbe ingenerare il rischio di un'effettiva compromissione dell'informativa per gli investitori: è infatti verosimile presumere, per le OPA meno "significative" dal punto di vista dell'informazione giornalistica, un minore grado di diffusione della notizia, con il risultato che le informazioni relative alle stesse potrebbero rimanere appannaggio degli investitori più attenti nel ricercare informazioni mediante ricorso ad altri canali di comunicazione (siti *web*, ecc.). Consob ha pertanto ritenuto di differire l'entrata in vigore della modifica in commento al 1 luglio 2013.

Comunicato dell'emittente

Con riferimento agli obblighi in capo alla società *target*, è stato in primo luogo semplificato il contenuto del comunicato dell'emittente, tramite l'eliminazione dell'obbligo di riportare alcune informazioni comunque reperibili mediante ricorso ad altre fonti (quali previsioni statutarie, il contenuto di deliberazioni assembleari, le informazioni sulle posizioni lunghe detenute nell'emittente ovvero sui compensi degli esponenti aziendali).

È stato inoltre eliminato l'obbligo di trasmissione preventiva a Consob del comunicato dell'emittente, sostituendolo con una mera trasmissione contestuale alla diffusione. L'Autorità ha infatti ritenuto necessario solo lo svolgimento di una vigilanza *ex post* sul contenuto del comunicato, specificando tuttavia che, qualora dovesse riscontrare violazioni - oltre ad avviare eventuali procedimenti sanzionatori - potrà comunque richiedere all'emittente la diffusione di un comunicato integrativo di quello già reso pubblico.

Esenzioni in caso di offerta di acquisto di titoli di debito

Consob è infine intervenuta sull'esenzione dall'obbligo di pubblicare un documento di offerta con riferimento alle operazioni di *buy-back* obbligazionario (art. 35-bis, comma 4, del Regolamento Emittenti), ampliandone l'ambito applicativo.

L'obbligo di pubblicare un documento di offerta non si applicherà in tutti i casi in cui l'offerta pubblica di acquisto o di scambio su titoli di debito sia promossa dall'emittente. L'esenzione si applicherà infatti alle operazioni aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da titoli, dalle azioni di risparmio, dalle quote di OICR e dai prodotti finanziari convertibili in, ovvero che attribuiscono il diritto di sottoscrivere o acquistare, titoli. In sostanza, l'esenzione si applicherà alle operazioni su titoli di debito, dovendosi fare rientrare in tale categoria anche i titoli c.d. ibridi (quali, ad esempio, le "*trust preferred securities*" e le "*preference shares*").

Occorre notare come, sempre al fine di ampliare il campo di applicazione dell'esenzione, è stata inoltre estesa la nozione di offerta promossa da un emittente, facendovi rientrare anche ai casi di offerta promossa da (i) enti (anche diversi da una società) che controllano l'emittente, ne sono controllati o soggetti a comune controllo (ad esempio enti pubblici controllati o

garantiti dallo stato), (ii) un intermediario per conto dell'emittente o di un ente di cui al precedente punto (i), purchè sia previsto in capo all'intermediario l'obbligo di trasferire i titoli acquistati, nonché (iii) un garante.

Obblighi informativi

Consob ha colto l'occasione per operare una semplificazione e razionalizzazione delle disposizioni regolamentari che prevedono obblighi di informazione societaria, al fine di garantire un quadro normativo di riferimento facilmente accessibile.

Ha così proceduto all'accorpamento delle disposizioni del Regolamento Emittenti che prevedono, per identiche fattispecie, le comunicazioni al pubblico (attualmente contenute nel Capo II, della Parte III, Titolo II, del RE) e le comunicazioni a Consob (Capo III), mantenendo inalterati, dal punto di vista sostanziale, i relativi obblighi.

Al fine di facilitare la lettura delle nuove disposizioni, una tavola di concordanza che contiene il rinvio delle disposizioni abrogate alle nuove e corrispondenti disposizioni in vigore è stata allegata alla delibera modificativa del Regolamento Emittenti.

In aggiunta a quanto menzionato, Consob ha anche modificato, semplificandoli, alcuni specifici obblighi informativi in tema di trasparenza di assetti proprietari e di patti parasociali, *rumors* di mercato e acquisti di azioni proprie.

Trasparenza degli assetti proprietari

In tema di trasparenza proprietaria, anche al fine di tenere conto dell'esigenza rappresentata dalla Commissione Europea di garantire la massima armonizzazione in materia, sono stati abrogati gli obblighi di comunicazione di partecipazioni rilevanti aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla Direttiva Trasparenza (35, 40, 45 e 75%).

Le soglie che comportano un obbligo di comunicazione sono oggi pertanto il 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90 e 95%.

Tra le altre novità si segnalano:

- la limitazione degli obblighi di comunicazione in capo alle società fiduciarie alle sole ipotesi in cui il fiduciario eserciti discrezionalmente il diritto di voto sulle azioni oggetto di intestazione, fermo restando l'obbligo di comunicazione in capo ai fiduciari;
- al fine di incentivare la sottoscrizione di offerte al pubblico e di aumenti di capitale, riducendo gli oneri connessi a tali operazioni, l'introduzione di una nuova esenzione per l'acquisizione temporanea di azioni al di sotto della soglia del 5% da parte di investitori qualificati, a condizione che:
 - a. i diritti di voto inerenti alle azioni acquistate non siano esercitati o altrimenti utilizzati, anche mediante prestito, per intervenire nella gestione dell'emittente; e
 - b. gli investitori qualificati si impegnino a cedere le azioni entro 18 mesi dalla data del loro acquisto.

Sempre in un'ottica di semplificazione, è stata infine prevista l'abrogazione delle istruzioni operative, contenute nell'Allegato 4B, per la compilazione del modello di comunicazione. È intenzione di Consob procedere alla pubblicazione di una comunicazione ad hoc sul tema.

Trasparenza dei patti parasociali

In un'ottica di semplificazione degli oneri connessi alla modalità di pubblicazione e al contenuto dell'estratto dei patti parasociali, è stato ridotto il contenuto dell'estratto da pubblicarsi sulla stampa, prevedendo che il medesimo contenga almeno: (i) l'indicazione del tipo di patto, (ii) la percentuale complessiva del capitale sociale avente diritto di voto conferita nel patto e (iii) la denominazione dell'emittente e degli aderenti. Tutte le altre informazioni che, ai sensi dell'art. 130 del Regolamento Emittenti, dovevano far parte del contenuto dell'estratto, vengono adesso definite "informazioni essenziali" da pubblicarsi sul sito internet dell'emittente. L'estratto, in aggiunta a quanto menzionato sub (i), (ii) e (iii), dovrà pertanto indicare solamente l'indirizzo del sito internet dove le informazioni essenziali sono pubblicate. La semplificazione in oggetto si estende anche all'ipotesi di modifiche di clausole del patto: in tal caso l'estratto dovrà contenere l'indicazione del sito internet dove sono pubblicate le informazioni essenziali con l'evidenza delle modifiche intervenute.

Viene inoltre esteso dagli attuali due a cinque giorni dalla pubblicazione il termine per l'adempimento dell'obbligo di trasmissione a Consob dell'estratto (nonché di quanto pubblicato in caso di variazioni, rinnovo e scioglimento del patto), mentre è stato abrogato l'obbligo di comunicazione a Consob della data del deposito del patto presso il Registro delle Imprese, considerato che tale informazione è disponibile presso il registro stesso.

È stato infine abrogato l'obbligo di comunicazione a Consob e al pubblico del rinnovo tacito del patto, limitando tale onere al solo rinnovo espresso. Qualora il patto preveda il rinnovo tacito alla scadenza, infatti, l'assenza di comunicazione dell'avvenuto scioglimento elimina la necessità di un obbligo informativo *ad hoc*.

Tuttavia, tenuto conto che la pubblicazione degli estratti dei patti parasociali sulla stampa, secondo quanto previsto dalla disciplina attualmente vigente, costituisce una prassi consolidata nel tempo e al fine di evitare che tale modifica possa compromettere l'effettivo grado di diffusione dell'informativa, Consob ha ritenuto opportuno rinviare l'entrata in vigore delle nuove disposizioni in tema di patti parasociali al 1 luglio 2013.

Rumors di mercato

Al fine alleggerire gli oneri gravanti sugli emittenti quotati, è stato abrogato l'obbligo generico di commento ai *rumors* di mercato previsto dal comma 4 dell'art. 66 del Regolamento Emittenti.

Gli emittenti rimangono ovviamente soggetti al disposto dell'art. 114, comma 4, del D. lgs. 58/98 (il "**TUF**") che consente - a condizione dell'esistenza di un obbligo di riservatezza, di un rapporto giustificativo e di misure organizzative idonee a segregare l'informazione privilegiata - di informare selettivamente soggetti terzi. In caso di *rumour* sarà pertanto l'emittente a decidere in merito alla necessità di dare integrale comunicazione al pubblico (ove ritenga vi sia stata divulgazione intenzionale ovvero non intenzionale delle informazioni oggetto di *rumour* ai sensi della norma citata).

Consob ha peraltro ribadito che continuerà a monitorare la corretta applicazione della disciplina vigente, richiedendo eventualmente la diffusione di informazioni al pubblico ove sussista il rischio che il pubblico sia indotto in errore su fatti e circostanze rilevanti.

Acquisto di azioni proprie

Ai sensi dell'art. 87 del Regolamento Emittenti, gli emittenti devono informare Consob e il pubblico delle operazioni sui propri strumenti finanziari. Al fine di limitare l'onerosità dell'obbligo di comunicazione, oltre alle operazioni effettuate tra le società direttamente o indirettamente controllate dall'emittente, che erano già esentate da tale obbligo, vengono adesso esentate anche le operazioni per importi che complessivamente non superano nel mese di riferimento il controvalore di Euro 100 mila.

Al fine di evitare sovrapposizioni normative, è stato inoltre abrogato l'obbligo dell'emittente, previsto dall'art. 144-bis, comma 4, del Regolamento Emittenti in tema di *buy-back*, di comunicare al pubblico - al termine del periodo per il quale è accordata l'autorizzazione dell'assemblea per l'acquisto di azioni proprie - informazioni sull'esito del programma, con un sintetico commento sulla sua realizzazione. Tale adempimento risulta infatti ridondante in considerazione dell'obbligo, previsto dal codice civile per tutte le società, di descrivere annualmente tale operatività nella relazione sulla gestione.

Elezione del consiglio di amministrazione

In attuazione dell'art. 147-ter del TUF, che prevede che la quota minima di partecipazione per l'elezione dell'organo amministrativo non possa essere "superiore a un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate", l'Autorità aveva in passato individuato sei quote di partecipazione (0,5%, 1%, 1,5%, 2%, 2,5%, 4,5%), ciascuna delle quali corrispondente ad una determinata classe di capitalizzazione di mercato. In un'ottica di semplificazione della disciplina proposta, sono state ridotte le classi di capitalizzazione e le corrispondenti quote di partecipazione. In particolare, la quota di partecipazione richiesta ai fini della presentazione di una lista per l'elezione del consiglio di amministrazione è oggi pari:

- allo 0,5% per le società la cui capitalizzazione di mercato superi 15 miliardi di euro;
- all'1% per le società la cui capitalizzazione sia compresa tra un 1 miliardo e 15 miliardi di euro;
- al 2,5%, per quelle società la cui capitalizzazione è inferiore o uguale a 1 miliardo di euro.

È rimasta tuttavia inalterata la possibilità, già prevista nell'art. 144-quater del Regolamento Emittenti, di adottare una soglia più alta in via statutaria (4,5%) per le sole società di minore capitalizzazione (inferiore a 375 milioni di euro), al ricorrere dei presupposti previsti nel Regolamento (flottante superiore al 25% e assenza di un socio o più soci aderenti ad un patto parasociale che dispongano della maggioranza dei diritti di voto sulla la nomina dei componenti degli organi di amministrazione).

È stato infine inserito un nuovo comma 4-bis nel corpo dell'articolo in commento, volto ad agevolare le società quotande. Ai sensi di tale previsione, le società che intendono quotarsi possono prevedere una percentuale di possesso non superiore al 2,5% (pertanto non legata alla capitalizzazione), ma limitatamente al primo rinnovo del consiglio di amministrazione successivo alla quotazione.

Emittenti strumenti finanziari diffusi

L'intervento regolamentare in materia ha comportato, da un lato, la modifica dei criteri per l'individuazione degli emittenti strumenti finanziari diffusi e, dall'altro, lo snellimento degli adempimenti cui essi sono tenuti.

Definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi

Sotto il primo profilo, la definizione di emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante è contenuta nell'art. 2-bis del Regolamento Emittenti, intendendosi per tali gli emittenti italiani i quali, contestualmente:

- a. abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; e
- b. non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata,

purchè le azioni (i) abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; ovvero (ii) abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati; ovvero (iii) siano negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione; ovvero (iv) siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

Nella prospettiva di valorizzare il carattere di effettiva diffusione degli strumenti finanziari fra il pubblico, viene modificato il criterio sub a) tramite un innalzamento del numero di azionisti diversi dai soci di controllo da 200 a 500. Viene inoltre integrato il criterio qualitativo sub (iii), così da includere nell'elenco tutti gli emittenti di strumenti che sono stati negoziati su sistemi multilaterali o quotati su mercati regolamentati, anche nel caso in cui i titoli non siano più scambiati su dette piattaforme.

Per quanto riguarda gli emittenti obbligazioni, al pari delle azioni è stato innalzato dagli attuali 200 a 500 il numero dei portatori di obbligazioni che comportano l'attribuzione della qualifica di emittente obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, mentre l'ulteriore requisito relativo al patrimonio netto dell'emittente non inferiore a 5 milioni di Euro viene sostituito dal controvalore complessivo dell'emissione pari o superiore a 5 milioni di Euro.

Adempimenti informativi

Sotto il secondo profilo, la semplificazione degli specifici adempimenti informativi imposti agli emittenti diffusi ha comportato:

1. in alternativa al ricorso ad uno SDIR (*Sistema per la diffusione delle informazioni regolamentate*), l'identificazione del sito *internet* dell'emittente - in aggiunta all'invio del comunicato a due agenzie di stampa - quale strumento di diffusione delle informazioni, con contestuale abolizione dell'obbligo di stoccaggio; tale semplificazione viene peraltro estesa a tutti gli emittenti diffusi (venendo così meno la diversità di disciplina applicabile agli emittenti a seconda che i relativi strumenti fossero o meno negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione); e
2. l'eliminazione dell'obbligo di pubblicazione dei patti parasociali, ritenendosi sufficiente la disciplina a tal fine prevista dal Codice Civile (comunicazione del patto alla società e dichiarazione in apertura di assemblea).

Entrata in vigore

Le nuove disposizioni entreranno in vigore nel quindicesimo giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della delibera modificativa del Regolamento Emittenti (pubblicazione avvenuta in data 22 maggio 2012). Fanno eccezioni alcune disposizioni (le nuove norme in tema di patti parasociali e la norma in tema di pubblicazione sulla stampa dell'avviso di avvenuta pubblicazione del documento di offerta) per le quali, come evidenziato nei paragrafi precedenti, è stata prevista un'entrata in vigore differita al 1 luglio 2013.

Questo Briefing ha il solo scopo di fornire informazioni generali e non costituisce un parere legale

Clifford Chance Studio Legale, Piazzetta M.Bossi, 3, 20121 Milano
Tel: +39 02 80634 1
Fax: +39 02 80634 200
© Clifford Chance Studio Legale 2012

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.