

CIRCOLARE N. 35 DEL 6 AGOSTO 2009

MERCATO DEI CAPITALI E SOCIETA' QUOTATE

**Gli effetti del decreto legislativo 17 luglio 2009, n. 101 sugli
obblighi di pubblicazione delle informazioni regolamentate da
parte delle società quotate**

ABSTRACT

Il decreto legislativo 17 luglio 2009, n. 101, pubblicato nella G.U. del 3 agosto 2009, ha modificato e integrato il Testo Unico della Finanza (Tuf) per alcuni aspetti della disciplina dell'intermediazione e dei mercati finanziari e del prospetto. Il decreto ha però operato una importante modifica del Tuf anche in materia di diffusione delle informazioni relative agli emittenti quotati, prevedendo che i poteri regolamentari della Consob in materia sono esercitati "ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali". Scopo di questa circolare è quello di verificare se il decreto, che entrerà in vigore il 18 agosto, abbia un impatto immediato sugli obblighi di *disclosure* delle società quotate o se sia comunque necessaria l'emanazione di una delibera della Consob, fermo restando che, almeno fino a tale data, gli obblighi sono invariati. L'indeterminatezza della formulazione inserita nel Tuf, che, pur ponendo un limite alla discrezionalità del potere della Consob, non appare immediatamente applicabile senza intervento regolamentare, la mancanza di molti dettagli nei pareri delle Commissioni parlamentari che hanno dato origine alla modifica e la diversità tra di essi, implicano che si continui ad applicare il vigente Regolamento Emittenti della Consob in materia di pubblicazione di avvisi sulla stampa. In particolare, è necessario pubblicare su almeno un quotidiano a diffusione nazionale gli avvisi in materia di informazioni sull'esercizio dei diritti da parte degli investitori e sull'offerta dei diritti di opzione (ex artt. 84 e 89 del Regolamento Emittenti); continua a non trovare applicazione, invece, l'obbligo di pubblicare gli altri avvisi inclusi quelli di deposito delle relazioni finanziarie annuale e semestrale e del resoconto intermedio sulla gestione.

PROVVEDIMENTI COMMENTATI

D.lgs. 17 luglio 2009, n. 101, "Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi 24 febbraio 1998, n. 58, e 17 settembre 2007, n. 164, in materia di intermediazione finanziaria e di mercati degli strumenti finanziari

Delibera Consob n. 16850 del 1 aprile 2009

INDICE

Introduzione	p. 4
1. Informazioni regolamentate e informazioni privilegiate: cenni sull'attuale Disciplina	p. 6
2. Gli obblighi degli emittenti dopo l'entrata in vigore del decreto	p. 9

Introduzione

È stato pubblicato, sulla Gazzetta Ufficiale del 3 agosto 2009, il decreto legislativo 17 luglio 2009, n. 101 (di seguito “decreto correttivo”) che reca modifiche e integrazioni al d.lgs. n. 24 febbraio 1998, n. 58 (Tuf)¹. Il provvedimento entrerà in vigore il 18 agosto p.v..

Il decreto, emanato sulla base di due distinte deleghe propone integrazioni e correzioni ai decreti legislativi, che avevano modificato il Tuf, con i quali erano state recepite le direttive Mifid e prospetto².

In materia di Mifid, il provvedimento, in particolare, prevede interventi correttivi della disciplina dei consulenti finanziari. Inoltre, estende alle negoziazioni di strumenti finanziari sui sistemi multilaterali di scambio la disciplina e l'apparato sanzionatorio in caso di “abusi di mercato” attualmente previsti per la tutela delle negoziazioni degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati³.

In materia di prospetto, il decreto modifica diverse norme del Tuf; in particolare, viene chiarito che il controllo della Consob sulla coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto fa parte del più generale controllo di completezza del prospetto e non costituisce una categoria a parte delle verifiche dell'Autorità (art. 94-*bis*).

¹ Il provvedimento contiene esclusivamente modifiche al Tuf ad eccezione di una modifica al d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, in materia di nomina dell'organismo incaricato della tenuta dell'albo dei consulenti finanziari. Le modifiche saranno oggetto di un'apposita circolare

² Le deleghe in forza delle quali è stato emanato il decreto in oggetto sono contenute nell'art. 1, comma 5, della l. 62/2005 (legge comunitaria 2004) e nell'art. 12, comma 2, della legge 28 dicembre 2005, n. 262 (Legge per la tutela del risparmio). La legge comunitaria 2004 delegava il Governo a emanare disposizioni integrative e correttive al decreto di recepimento della direttiva 2004/39/CE (c.d. direttiva Mifid) – Decreto Legislativo 17 settembre 2007, n. 164 – entro 18 mesi dalla data di entrata in vigore di questo ultimo decreto. La legge per la tutela del risparmio (l. 262/2005) (art. 12, comma 1) delegava il Governo ad adottare il decreto di recepimento della direttiva relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, che modifica la direttiva 2001/34/CE); il successivo comma 2 disponeva la possibilità di emanare entro 2 anni dalla entrata in vigore del decreto di recepimento disposizioni integrative e correttive del medesimo decreto.

³ Sono inoltre tenuti agli obblighi informativi previsti dall'art. 114 Tuf anche gli emittenti, che pur non essendo negoziati su un mercato regolamentato, abbiano richiesto o autorizzato la negoziazione degli strumenti finanziari da loro emessi nei sistemi multilaterali di negoziazione. Resta ferma l'esclusione dagli obblighi informativi prevista dall'art. 118 Tuf per gli strumenti finanziari emessi dalla banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

Lo schema di decreto adottato con deliberazione preliminare dal Consiglio dei Ministri il 23 aprile 2009 non toccava altri argomenti. Le competenti Commissioni parlamentari di Camera e Senato non hanno formulato particolari osservazioni sul merito del provvedimento; esse sono, però, intervenute, con pareri simili e approvati entrambi all'unanimità, su una materia apparentemente estranea al contenuto di entrambe le deleghe e su cui l'esecutivo non aveva ritenuto opportuno intervenire d'iniziativa⁴: quella degli obblighi in materia di informazione finanziaria.

La Commissione Finanze e Tesoro del Senato ha "suggerito" al Governo di modificare gli articoli 113-*ter* e 114 Tuf⁵ "in modo da reintrodurre l'obbligatorietà della pubblicazione di tali notizie sui quotidiani e, in generale, sui mezzi di informazione su carta stampata".

La Commissione Finanze della Camera ha richiesto al Governo di valutare "l'opportunità di integrare" non l'art. 114 Tuf ma "gli articoli 113-*bis* e *ter*" (...) relativi alle modalità di pubblicazione del prospetto e delle informazioni che devono essere diffuse al pubblico dagli emittenti quotati⁶, nel senso di stabilire che tali informazioni devono comunque essere pubblicate su almeno un quotidiano a diffusione nazionale".

"Al fine di aderire ai pareri", come illustra la relazione al decreto, il Consiglio dei Ministri ha modificato il provvedimento, integrando gli articoli 113-*bis*, *ter*, e 114 con l'identica locuzione "ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali". La relazione chiarisce che tali modifiche sono state approvate ai sensi della delega ad emanare disposizioni integrative in materia di prospetto, come illustrato nella nota n. 2.

Lo scopo di questa breve circolare è quello di verificare quale sia l'impatto immediato del decreto correttivo sugli obblighi informativi delle società quotate a seguito della pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale e dell'entrata in vigore il 18 agosto p.v., con particolare riferimento alla pubblicazione degli avvisi di avvenuto deposito delle relazioni finanziarie semestrali in corso di approvazione.

⁴ L'assenza di una iniziale volontà dell'esecutivo di intervenire sulla materia si evince anche dal fatto che in tal caso il Governo avrebbe utilizzato la contestuale delega per emanare, entro 18 mesi dall'entrata in vigore, disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo con cui era stata recepita la direttiva 2004/109/CE in materia di *Transparency*: la delega è scaduta il 24 maggio 2009.

⁵ L'art. 113-*ter* contiene le disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate. L'art. 114 disciplina le comunicazioni al pubblico da parte delle società quotate: il comma 1 detta gli obblighi di disclosure delle informazioni privilegiate (cd. informazioni *price sensitive*); il comma 5 prescrive gli obblighi di pubblicazione al mercato di tutte le altre informazioni richieste anche in via generale dalla Consob.

⁶ L'art. 113-*bis* disciplina l'ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di OICR aperti.

Nel paragrafo 1 si ricorda il quadro normativo primario e secondario. Nel paragrafo 2 si analizza l'impatto immediato del decreto correttivo sugli obblighi degli emittenti.

1. Informazioni regolamentate e informazioni privilegiate: cenni sull'attuale disciplina

Il decreto correttivo innova i contenuti del regime pubblicitario delle informazioni relative agli emittenti quotati, rispetto ai recenti interventi legislativi e regolamentari che, secondo la Consob⁷, hanno privilegiato, in linea con gli orientamenti comunitari⁸, forme di diffusione di avvisi relativi a informazioni su emittenti quotati idonee a consentirne una diffusione in tempo reale e facilmente accessibili anche agli investitori non di lingua italiana.

Il decreto correttivo innova la normativa primaria in materia di informazioni regolamentate, contenuta nell'art. 113-*ter* e 114 Tuf⁹.

Art. 114 Tuf

L'art. 114 disciplina gli obblighi di comunicazione al pubblico delle società quotate; la norma, con riferimento alla modalità di comunicazione delle informazioni al mercato, è rimasta sostanzialmente invariata – fino alle modifiche intervenute con il decreto in analisi – rispetto alla versione originaria del Tuf¹⁰. La Consob è delegata a stabilire le

⁷ Cfr. pagg. 3-9, memoria Consob al Tar del Lazio contro il ricorso per l'annullamento della delibera 16850/2009, 24 giugno 2009.

⁸ Il processo di diffusione delle informazioni in via elettronica è stato avviato dalla direttiva *Transparency*, avente ad oggetto l'armonizzazione di alcuni obblighi di diffusione di informazioni sugli emittenti, i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato europeo. L'art. 32 della direttiva ha infatti esplicitamente abrogato l'art. 102 della direttiva 2001/34/CE, relativo all'obbligo di pubblicazione in uno o più giornali a diffusione nazionale delle informazioni successive alla quotazione. Anche la direttiva di secondo livello (direttiva 2007/14/CE) nel sedicesimo considerando dispone che "quando comunicano informazioni ai media, gli emittenti o i terzi devono dare priorità all'uso di mezzi elettronici e di formati standard del settore, in modo da facilitare e accelerare l'elaborazione delle informazioni". Il considerando 15 della direttiva di secondo livello, ricorda che le informazioni regolamentate devono essere diffuse in modo da assicurare il massimo accesso pubblico possibile e se possibile raggiungere il pubblico simultaneamente all'interno e all'esterno dello Stato membro d'origine dell'emittente. "Ciò non pregiudica il diritto degli Stati membri di richiedere agli emittenti di pubblicare parti o la totalità delle informazioni previste dalla regolamentazione tramite i giornali e la possibilità degli emittenti di mettere a disposizione le informazioni previste dalla regolamentazione sul loro sito o su altri siti accessibili agli investitori".

⁹ Tralasciamo in questa sede la modifica all'art. 113-bis che riguarda l'ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di OICR aperti.

¹⁰ Anche dopo le modifiche intervenute a seguito del recepimento della direttiva sugli abusi di mercato e della legge sul risparmio.

modalità di pubblicazione sia delle informazioni privilegiate (art. 114, comma 1, Tuf) sia delle altre informazioni richieste agli emittenti (art. 114, comma 5).

Nel tempo la Consob ha esercitato le deleghe regolamentari prevedendo che l'invio alla stessa Commissione, a Borsa Italiana e al mercato delle informazioni privilegiate avvenisse attraverso la trasmissione da parte degli emittenti dei comunicati stampa al sistema telematico *Network Information System* (NIS) cui sono connessi i principali *provider* di informazione (agenzie, quotidiani e altri *media*); i comunicati sono anche pubblicati sul sito internet dell'emittente e disponibili sul sito della Borsa Italiana: non sono previste forme di pubblicazione, anche sintetica, dei comunicati stampa dell'emittente su giornali quotidiani.

Con riferimento invece ai documenti relativi a operazioni straordinarie e ai documenti contabili, essi devono essere depositati presso la sede dell'emittente, della società di gestione e, in genere, inviati attraverso il NIS e pubblicati sul sito internet dell'emittente: in alcuni casi, la Consob, al fine di facilitare l'accesso degli investitori a informazioni particolarmente rilevanti o l'esercizio di alcuni diritti ha previsto l'obbligo di pubblicare "su almeno un quotidiano a diffusione nazionale" un avviso dell'avvenuto deposito della documentazione (cfr. l'abrogato art. 83 del Regolamento emittenti della Consob, di seguito "RE") o un avviso di eventi rilevanti per l'esercizio di diritti sociali come la convocazione delle assemblee, operazioni societarie rilevanti o altre cd. *corporate actions* (pagamento dividendi, conversione di azioni, ecc.).

Art. 113-ter Tuf

L'art. 113-ter è stato introdotto dal d.lgs. n. 195 del 6 novembre 2007, in occasione del recepimento della Direttiva 2004/109/CE in materia di *Transparency*. Ai sensi dell'art. 113-ter del Tuf sono informazioni regolamentate quelle relative all'informazione societaria (informazioni *price-sensitive*, informazioni su operazioni straordinarie e relazioni finanziarie), agli assetti proprietari e alla *corporate governance* e alla tutela delle minoranze¹¹. L'articolo prevede una delega regolamentare alla Consob di disciplinare modalità e termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate ma con l'ulteriore specificazione che la Commissione debba tener "conto della natura di tali informazioni".

¹¹ Più precisamente l'art. 113-ter definisce come informazioni regolamentate quelle che devono essere pubblicate dagli emittenti quotati e da altri soggetti, ai sensi della parte IV del Tuf, Titolo III, Capo I, e Sezioni I, I-bis, II e V-bis del Capo II, e nei relativi regolamenti di attuazione ovvero delle disposizioni previste da Paesi extra comunitari, ritenute equivalenti dalla Consob.

La Consob ha esercitato la delega: a seguito di una procedura di consultazione avviata nel luglio 2008, ha pubblicato il primo aprile 2009, la delibera n. 16850 che ha modificato il RE. Tra le molte modifiche, la Consob ha introdotto la nuova disciplina in materia di diffusione al mercato, “stoccaggio” e trasmissione alla Consob delle informazioni regolamentate.

Contestualmente la Consob ha abrogato molte disposizioni che prevedevano la pubblicazione sui quotidiani a diffusione nazionale di avvisi relativamente a una serie di informazioni¹².

In particolare sono stati abrogati, a partire dal 24 aprile 2009, data di entrata in vigore della delibera n. 16850, gli obblighi di pubblicazione degli avvisi dell’avvenuto deposito di: relazioni finanziarie annuali, semestrali e dei resoconti intermedi di gestione (art. 83 RE); documenti informativi in caso di acquisizioni e cessioni (art. 71 RE); relazioni dell’organo amministrativo in caso di conversione facoltativa di azioni e risultati dell’operazione (art. 72, comma 3 RE).

Sono stati anche abrogati gli obblighi di pubblicazione su almeno un quotidiano di altri avvisi: data della conversione obbligatoria di azioni (art. 72, comma 4); informazioni necessarie all’esercizio da parte dei portatori degli strumenti finanziari dei propri diritti (art. 84 RE); indicazione del numero dei diritti di opzione non esercitati da offrire in borsa ex art. 2441 c.c. e delle date di effettuazione dell’offerta (art. 89 RE).

È, invece, restato immutato l’obbligo di pubblicazione dell’avviso relativamente al deposito del documento informativo in caso di operazioni con parti correlate (art. 71-*bis*), da coordinare, presumibilmente, con le disposizioni in materia che la Consob dovrebbe emanare ai sensi dell’art. 2391-bis c.c.¹³.

¹² Infatti, la Direttiva *Transparency*, emanata dopo quattro anni di consultazioni, ha, tra l’altro, previsto esplicitamente l’abrogazione degli obblighi di pubblicazione sulla stampa delle informazioni societarie ritenendo che la progressiva integrazione dei mercati finanziari e il conseguente incremento di soci non residenti, anche *retail*, nelle società quotate implicassero un *level playing field* nell’accesso alle informazioni societarie attraverso l’utilizzo delle moderne tecnologie. In assenza di indirizzi contrari del legislatore in sede di recepimento della direttiva, la Consob, dopo una lunga consultazione nella quale le proposte di abrogazione degli obblighi di pubblicazione erano state accolte favorevolmente dai soggetti che hanno risposto pubblicamente, ne ha disposto l’abrogazione, sostituendo tale modalità informativa con l’utilizzo dei nuovi sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate di cui al Capo I del RE. Tali obblighi sono generalmente in capo agli emittenti azioni quotate ma si applicano in larga misura anche agli altri emittenti quotati e, in parte, agli emittenti diffusi e ai fondi chiusi e OICR aperti indicizzati quotati.

¹³ Peraltro, nei due documenti di consultazioni in materia pubblicati il 9 aprile 2008 e il 3 agosto 2009, la Consob non ha previsto la pubblicazione di alcun avviso di avvenuto deposito dei documenti relativi ad operazioni con parti correlate.

In via transitoria, l'obbligo di pubblicazione su un quotidiano permane solo con riferimento alle informazioni in materia di informazioni sull'esercizio dei diritti da parte degli investitori (art. 84 RE) e sull'offerta dei diritti di opzione (art. 89 RE)¹⁴.

Gli emittenti, quindi, almeno fino alla data di entrata in vigore del decreto correttivo (18 agosto p.v.), devono sempre pubblicare tali ultimi due avvisi (esercizio dei diritti e diritti di opzione); non sono invece tenuti all'obbligo di pubblicazione dell'avviso di avvenuto deposito della relazione finanziaria semestrale e annuale (e del resoconto intermedio sulla gestione). Allo stesso modo la pubblicazione delle informazioni privilegiate continua ad essere effettuata esclusivamente attraverso il NIS. La "Tabella sintetica delle modalità di pubblicazione delle informazioni regolamentate" pubblicata dalla Consob sul proprio sito¹⁵ e più volte aggiornata sintetizza tali obblighi¹⁶.

2. Gli obblighi degli emittenti dopo l'entrata in vigore del decreto

Resta invece da chiarire quali siano gli obblighi degli emittenti, a partire dal 18 agosto p.v.. Il decreto, come detto, ha integrato, per la parte che riguarda maggiormente le società con azioni quotate, gli artt. 113-ter, comma 3 e 114, comma 1, con la locuzione "ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali".

In particolare, si deve verificare se vi siano obblighi immediati per gli emittenti, nel caso in cui l'attuale Regolamento Emittenti resti temporaneamente immutato, e quali essi siano. In caso di risposta negativa, eventuali nuovi obblighi saranno operanti solo dopo l'entrata in vigore di una delibera Consob che modifichi il RE, tenendo conto di quanto stabilito dal decreto correttivo.

L'operatività immediata delle modifiche al Tuf potrebbe essere sostenuta qualora le modifiche del decreto correttivo contenessero con chiarezza e in modo esaustivo i nuovi precetti.

¹⁴ La delibera n. 16850 ha stabilito che "fino alla data di inizio dell'attività dei meccanismi di stoccaggio, le informazioni regolamentate previste dagli artt. 84 e 89 RE sono pubblicate almeno su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

¹⁵ Questo naturalmente non impedisce di pubblicare comunque l'avviso. L'omissione della pubblicazione, però, non costituisce violazione del regolamento emittenti.

¹⁶ La delibera n. 16850 è stata impugnata al Tar del Lazio per annullamento previa sospensione. Il Tar, nell'udienza del 24 giugno u.s. ha deciso di discutere il merito della domanda il 28 ottobre p.v..

Preliminarmente occorre osservare che il legislatore, pur in presenza dei pareri delle Commissioni Parlamentari non ha ritenuto opportuno introdurre direttamente nel Tuf obblighi precisi di pubblicazione: ad esempio, avrebbe potuto identificare gli specifici documenti da pubblicare su quotidiani nazionali, secondo quali modalità (documenti integrali, sintesi, avvisi di avvenuto deposito) e in che modi (uno, due o più quotidiani; la loro diffusione, ecc; come pubblicarli all'interno dei quotidiani, con quale rilevanza, se in spazi appositi, ecc.), ed entro quali termini (senza indugio, quanti giorni dall'eventuale approvazione) e/o distinguendo per tipologia di documenti le modalità e i termini dell'obbligo. Né, come ancora più semplicemente avrebbe potuto fare, il legislatore ha introdotto nel Tuf gli obblighi abrogati dalla Consob con il RE.

La mancanza di indicazioni specifiche da parte del legislatore porterebbe quindi, in caso di applicazione immediata della nuova norma da parte delle società quotate, alla pubblicazione di informazioni eterogenee e con difformi modalità e termini, con una evidente discriminazione tra investitori di diverse società.

A ben vedere, invece, il decreto ha inserito nei tre articoli del Tuf una formulazione ("ferma restando la necessità ...") subito dopo la già presente previsione di un potere regolamentare delle Consob di stabilire "modalità e termini" di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate (o di comunicazione della informazioni privilegiate), rendendo così evidente che la disciplina di tutti gli aspetti tecnici e di dettaglio sopra indicati non può che essere attribuita alla competenza della Consob.

D'altra parte, è pur vero che obblighi immediati dovuti al rispetto letterale della nuova norma primaria potrebbero trovare fondamento interpretativo nel parere della VI Commissione della Camera dei Deputati¹⁷ che richiede al Governo di integrare direttamente il Tuf¹⁸ "nel senso di stabilire" che le informazioni che devono essere diffuse al pubblico dagli emittenti quotati "devono comunque essere pubblicate su almeno un quotidiano a diffusione nazionale", anche perché la diffusione esclusiva attraverso internet di tali informazioni "potrebbe pregiudicarne l'accesso (...) da parte degli investitori meno esperti".

In assenza di una disciplina di modalità e termini, un rispetto formalistico dell'art. 113-ter implicherebbe, allora, che, ad esempio, le relazioni semestrali (una delle "informazioni regolamentate" ex art. 113-ter) dovrebbero essere "pubblicate" su giornali

¹⁷ Come sopraccitato, la relazione al decreto non fornisce alcun criterio interpretativo in quanto rinvia *tout court* ai pareri delle Commissioni parlamentari.

¹⁸ Il parere non menziona una delega alla Consob in materia.

quotidiani nazionali: ciò significherebbe che, a partire dal 18 agosto, le intere relazioni finanziarie semestrali¹⁹, insieme alle eventuali relazioni della società di revisione, dovrebbero essere integralmente contenute in (o perlomeno allegate a tutte le copie di) almeno due quotidiani nazionali²⁰. Tale interpretazione comporterebbe costi rilevanti di produzione e distribuzione delle copie delle relazioni semestrali in centinaia di migliaia di esemplari: tali costi sarebbero presumibilmente superiori ai benefici derivanti dalla consegna dei volumi ai soli investitori interessati, e dalla loro lettura²¹.

L'illogicità di tale soluzione trova supporto nel ben diverso parere della VI Commissione del Senato, che "suggerisce" al Governo non di imporre la pubblicazione delle informazioni regolamentate bensì di "reintrodurre l'obbligatorietà della pubblicazione ..." (enfasi aggiunta). Il Senato si riferisce quindi a informazioni la cui pubblicazione era già prevista ma non lo è più: non prefigura quindi obblighi di pubblicazione ulteriori rispetto al vigente regolamento Emittenti. Ed infatti il parere del Senato si riferisce alla "pubblicazione (...) delle notizie e delle informazioni *sensibili* per il risparmiatore e concernenti la vita degli emittenti quotati (...) facilitando la partecipazione (degli investitori) alle vicende della società e l'esercizio dei propri diritti di azionisti": il suggerimento sembra, quindi, chiaramente riferito agli avvisi di avvenuto deposito e di esercizio dei diritti degli azionisti, vigenti in precedenza.

Il parere non sembra invece attenersi a eventuali obblighi di pubblicazione di comunicati stampa (o parte di essi) su quotidiani: infatti, essi non sono oggi previsti (quindi non si potrebbero "reintrodurre"). Inoltre, il parere si riferisce non già alle "informazioni privilegiate" di cui all'art. 114, comma 1 del Tuf bensì, come citato, ad informazioni "sensibili" di cui all'art. 114, senza specificazione di alcun comma: le "informazioni sensibili" sono una espressione estranea al Tuf ed il parere le circoscrive con un più generale "concernenti la vita degli emittenti quotati". Se ne deduce che il riferimento fatto dal parere alle informazioni "di cui all'art. 114" doveva più propriamente essere riferito dal legislatore all'art. 114, comma 5 e non comma 1, come invece apparso nella versione definitiva del decreto. Il regolamento Consob potrebbe opportunamente fornire un chiarimento, anche in considerazione del fatto che le

¹⁹ La relazione finanziaria semestrale comprende il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione, l'attestazione degli organi amministrativi e del dirigente preposto (art. 154-ter Tuf).

²⁰ Il decreto correttivo utilizza infatti il plurale ("quotidiani nazionali"). Una lettura formalistica delle nuove disposizioni non consentirebbe, quindi, di riferirsi a previsto nel regolamento Consob, che richiede agli emittenti di utilizzare sintesi e avvisi, limitandosi a un solo quotidiano.

²¹ Un ulteriore esempio di lettura restrittiva immediata della norma implicherebbe che tutti i comunicati *price-sensitive* (oltre 10mila comunicati all'anno) dovrebbero essere pubblicati integralmente su almeno due quotidiani, peraltro con ritardo di almeno un giorno rispetto alla diffusione al mercato.

informazioni contenute in tutti i commi dell'art. 114 Tuf sono già ricomprese nella generale definizione di informazioni regolamentate ex art. 113-ter.

Un'ulteriore incertezza deriva dal nuovo testo normativo che, invece di prevedere semplicemente "... la necessità di pubblicazione su giornali quotidiani nazionali", inserisce un mezzo attraverso cui raggiungere il fine della pubblicazione sui quotidiani. Infatti, la norma prevede "... la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali" (enfasi aggiunta). L'espressione appare quindi generica e pare richiedere il regolamento Consob per fornirne senso compiuto. Infatti, se da un lato i quotidiani sono mezzi di informazione, dall'altro non tutti i mezzi di informazione sono giornali quotidiani: il legislatore sembra quindi riferirsi a modalità di trasmissione a *media* di informazioni che potrebbero (o dovrebbero) essere poi ripresi dai quotidiani nazionali.

Inoltre, la relazione al decreto, nell'illustrare le modifiche apportate alle norme in commento, sembra chiarire che l'utilizzo dei giornali quotidiani nazionali rappresenti una delle possibili forme di pubblicazione di tali informazioni e non lo strumento esclusivo: il commento alle modifiche spiega infatti che la Consob, nell'esercizio del proprio potere regolamentare, deve prevedere forme di pubblicazione "anche" tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali.

Sostenere, quindi, che il decreto possa trovare immediata applicazione dal 18 agosto anche in assenza del regolamento Consob avrebbe quindi alcune conseguenze paradossali, che forse esulano dalla volontà del legislatore.

L'operatività del nuovo regime appare necessariamente subordinata a un intervento regolamentare della Consob che, oltre a riempire di contenuto le modalità e i termini cui dovranno attenersi gli emittenti per diffondere le informazioni regolamentate e privilegiate, offra un maggior grado di chiarezza.

Fino all'entrata in vigore dell'eventuale delibera modificativa del RE, valgono quindi le stesse considerazioni svolte per obblighi in vigore fino al 18 agosto. Gli emittenti devono sempre pubblicare su un quotidiano gli avvisi di esercizio dei diritti e diritti di opzione; non è invece vigente l'obbligo di pubblicazione dell'avviso di avvenuto deposito della relazione finanziaria semestrale e annuale (e del resoconto intermedio sulla gestione). Allo stesso modo la pubblicazione delle informazioni privilegiate continua ad essere effettuata esclusivamente attraverso il NIS. Vale sempre il

riferimento alla “Tabella sintetica delle modalità di pubblicazione delle informazioni
regolamentate” pubblicata dalla Consob.

Il Direttore Generale

Micossi